

LES ACTES _ 2017

Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence

À la recherche de nouvelles formes de prospérité

In Search of New Forms of Prosperity

ACTE III

QUELS OUTILS POUR LA CRÉATION DE RICHESSE ?

What tools can be used for the creation of wealth?

Session 1 LES INSTRUMENTS DE LA PROSPÉRITÉ _____ 3-17

Contributions : A. Banerjee ; F. Brégier ; F. Villeroy de Galhau

Coordination : Ch. de Boissieu / Modération : S. Fay

Session 2 A-T-ON ÉPUISÉ LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES ? _____ 19-49

Contributions : D. Baker ; A. Kaletsky ; N. Moreau ; A. Turner ; R. Weber

Coordination : B. Jacquillat / Modération : A.-S. Chassany

Session 3 COMMENT IMMUNISER LES ÉCONOMIES CONTRE LES CRISES ? _____ 51-75

Contributions : B. Angles ; Cl. Buch ; N. Hayat ; F. Mallet ; A. Prat-Gay ; P. Tucker

Coordination : J.-M. Charpin / Modération : S. Fay

Session 4 VIVRE À CRÉDIT, UNE MENACE POUR LA SOUVERAINETÉ ? _____ 77-101

Contributions : J.-F. de Leusse ; J.-M. Six ; C. Skingsley ; B. Weder Di Mauro

Coordination : J.-P. Pollin / Modération : Th. Fabre

Session 5 JUSQU'OUÀ IRA LA DÉINTERMÉDIATION ? _____ 103-129

Contributions : M.-A. Barbat-Layani ; S. Corne ; S. Eigner ; B. Lafont ; Ph. Setbon

Coordination : V. Mignon / Modération : N. Barré

Session 6 QUELLE VALORISATION DE LA RICHESSE ? _____ 131-157

Contributions : P. Barbizet ; D. Filippova ; Ch. Kamayou ; Ph. Vidal

Coordination : E. Raynal / Modération : B. Tassart

Session 7 L'EURO EST-IL VRAIMENT UN VECTEUR DE RICHESSES ? _____ 159-187

Contributions : P. Berès ; S. Boujnah ; O. Klein

Coordination : Ch. Saint-Étienne / Modération : A. Bensaïd

ACTE III

QUELS OUTILS POUR LA CRÉATION DE RICHESSE ?

What tools can be used for the creation of wealth?

LES INSTRUMENTS DE LA PROSPÉRITÉ

COORDINATION **Ch. de Boissieu** (*Cercle des économistes*)

CONTRIBUTIONS **A. Banerjee** (*Massachusetts Institute of Technology*)
 F. Brégier (*Airbus*)
 Fr. Villeroy de Galhau (*Banque de France*)

MODÉRATION **S. Fay** (*L'Obs*)

CHRISTIAN DE BOISSIEU — Je voudrais évoquer quatre thèmes sur lesquels il me semble important de revenir. Premier thème : nous passons, au fur et à mesure que les Rencontres avancent, au temps des recommandations, des solutions, pas uniquement politiques et économiques. Je pense que le Professeur Banerjee est spécialement bien placé compte tenu de ses expériences, pour nous dire concrètement les recommandations qu'il tire de ses analyses comparatives aux États-Unis, dans les pays en développement et même en France, pour aborder le problème de la pauvreté, de la réduction des inégalités. Nous avons besoin de propositions.

Deuxième thème : les ruptures technologiques. Nous sommes tous confrontés, économistes et non économistes, à la question d'actualité qui va rester sur la table pendant des années, à savoir l'impact de la révolution numérique sur l'emploi, pas seulement en termes de volume, mais aussi de nature. Nous avons le sentiment aujourd'hui que nous vivons un phénomène

classique qu'on présente comme une courbe en J. Nous descendons la partie gauche du J, nous sommes dans le creux, dans la phase où la révolution numérique exerce à court terme un impact négatif sur les créations nettes d'emplois. Nous sommes tous en train de nous demander combien il faudra d'années pour remonter sur la barre verticale du J. En attendant, il est fondamental de se poser des questions sur l'impact de la révolution numérique sur les inégalités en particulier en termes d'emplois, à la fois du côté des politiques publiques et du côté des entreprises.

Troisième dimension: l'éducation et la formation. Des propositions concrètes ont été faites sur l'enseignement primaire et sur le secondaire, mais quelles sont les propositions concrètes sur la manière d'améliorer notre système de formation permanente ? Nous répétons les uns et les autres que les 32 milliards d'euros sont mal utilisés. Pourquoi le système français est-il aussi inefficace ? Quelles réponses concrètes pouvons-nous apporter ?

Quatrième thème, les aspects financiers. Profitons de la présence du Gouverneur de la Banque de France pour l'interroger sur cette question qui nous taraude: la stabilité monétaire et financière est-elle une condition nécessaire, pas suffisante certainement pas, mais nécessaire pour aborder les problèmes d'inégalité et de solidarité, etc. ?

Jean-Hervé Lorenzi a ouvert ces Rencontres en citant un économiste qu'on ne cite plus jamais en France, François Perroux, qui disait « L'important, c'est de couvrir les coûts de l'Homme », et, ajoutait-il, « ...l'économie doit être une économie pour tout l'Homme et pour tous les hommes... » Comme économistes, nous essayons modestement d'analyser cette formule. Je dis modestement parce que, une des leçons à tirer de la situation actuelle, c'est que les économistes ne sont pas tout seuls et qu'il nous faut tendre de plus en plus la main vers les autres disciplines.

SOPHIE FAY — Professeur Abhijit Banerjee vous avez fondé le laboratoire J-Pal avec Esther Duflo au MIT, où vous avez commencé à inventer et à expérimenter de nouveaux outils en Inde et dans certains pays africains, mais également dans des pays comme la France, les États-Unis ou le Canada, en particulier pour essayer de faire progresser les questions de santé et les questions d'inclusion.

ABHIJIT BANERJEE — Let me start by reiterating the obvious, which is that prosperity is not GDP. Everybody will say that that is obvious, it is known, we agree, but unfortunately, most people most of the time move on to ignore that fact. The paralyzing obsession of the last 40 years has been the continuation of a promise of high GDP growth. This was the idea that we somehow got by legitimately extrapolating from the experience of the previous 30 years, when growth was indeed historically high, and we assumed that that should continue, and when it did not continue, our reaction was that we must urgently do something to fix it.

There is no reason for that presumption. Historically, this was a one-off episode. There have never been 30 or 40 years of the kind of growth that happened in those years, ever before and perhaps ever after, in a rich country, so we could have 30 or 40 years of fast growth in China, but China is a much poorer country, and in rich countries that was, potentially but hopefully not, a one-time episode, but we assume that it has to work. When you assume that something like that has to work, you try to do desperate things to make it happen. Let me come back to that point later.

What we are going through right now, in fact, is the aftermath of a potential moment when there was again hope. You saw a burst of productivity growth in the late 1990s and early 2000s, first in the US and then spreading to the rest of the world, and this was seen as a possible source of growth, but the

evidence seems to suggest that that lasted maybe seven or eight years, but you do not see productivity growth recovering after 2008. Basically, you do not see any more productivity growth anywhere and it is back to historical levels. The dominant fact of history is that productivity growth over 1% a year is very hard and does not happen often, and we may be back in that world. I will start with the presumption that we are back in that world, and if we are back in that world, then one thing that immediately follows is that for the last 30 or 40 years we have been hostage to an idea that perhaps was false and was a very costly one. What happened in different countries was different. Japan and Italy went on some mad Keynesian fantasy, which did not work out and has left both economies in deep trouble. The UK and the US decided that this must be because there was too much equality, and they went about redressing that. They very effectively redressed that but did not necessarily generate any better outcomes either. Since neither of those options were taken in France, there was just a sense of fright, that they must be doing something wrong. There was deep unhappiness, not necessarily founded on anything that much, but deep unhappiness that they were not doing something to make growth happen. All of these obsessions across the world, across these rich countries, have been very costly, and it is a good time for us to give up on that obsession.

My main proposal is that we should assume that growth will not be the primary determinant of prosperity. That is not true in poor countries, which absolutely need to grow, but once we start there, in many ways the discourse changes. That does not mean that economics becomes less unpleasant or less frustrating. Many things will be important and there will be constraints. For example, social spending and pensions in particular were premised on the idea that growth would continue, and because of that there is a set of relatively inflexible commitments that may not be easy to fund.

There is also the problem of how to pay for all of this, how to raise taxes without capital flight, etc., but I am not the expert on that and will not talk about it. The most interesting challenge of these times will be how to give people an interesting living, even if we can finance it. We used to live in a world where blue-collar jobs were interesting and gave a meaning to life. That is what will be taken away. Looking at the labor market evidence, one thing that is not happening is that interesting jobs are not going up. Some countries are adding more jobs than others, but they tend to be low-quality jobs. If there are no interesting jobs, how will people live their lives?

There are ideas in the world and innovation here will be key. The idea of a universal basic income is something I have been associated with and have been working on. It is potentially a great idea and could transform welfare systems as we know them. However, would it solve the problem of boredom, of not having interesting things to do? We need a burst of innovation if we are to solve that problem, not in increasing productivity of capital but increasing the productivity of life, to make life more interesting. We could be innovative there if that were rewarded, and if it were important for societies to make that happen we could have a much better world. This is where a very important shift needs to happen.

SOPHIE FAY — François Villeroy de Galhau, vous avez été au ministère des finances, vous êtes aujourd'hui à la tête de la Banque de France, êtes-vous prêt à abandonner cet objectif de croissance ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — Je voudrais partir d'un étonnement linguistique. En effet, dans notre débat français, le mot prospérité a beaucoup vieilli. Il évoque plutôt le XIX^e siècle et je vais citer Erik Orsenna, un ami du Cercle des économistes et un maître des mots, qui dit qu'il

n'aime pas le mot prospérité parce qu'il évoque « les rentiers au ventre rebondi, un cigare à la bouche ». Mais quand je regarde à l'inverse le débat européen, le mot revient constamment, du préambule du traité de Rome à notre nouveau Président de la République qui dès le lendemain de son intronisation dit à Berlin, je cite : « Sans l'Europe, nous n'aurions ni la paix, ni la liberté, ni la prospérité. » Que signifie ce contraste alors même que l'Europe apparaît souvent comme à la traîne dans la création de richesses ? Je voudrais au passage tordre le cou à une certaine auto-flagellation européenne en la matière. Si on regarde la progression du PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat, le revenu par tête a beaucoup progressé depuis une grande génération, depuis 1980. Les Tigres asiatiques et la Chine ont fait mieux, bien sûr, mais beaucoup de pays d'Europe du Nord, et pas seulement l'Allemagne, ont fait aussi bien que les États-Unis. Et même notre « pauvre France », qui est certes en retard, a doublé son revenu réel par tête en une grande génération alors que nous sommes souvent persuadés du contraire.

Mon étonnement linguistique est autre. C'est que l'identité de l'Europe, sa vocation, est précisément dans l'écart de concept entre la seule croissance, ou le revenu par habitant, et la prospérité. Cet écart comporte une part intangible, personnelle, de bonheur ou de ce que Aristote appelait bien avant nous « la vie bonne ». Mais il en est aussi une face mesurable et collective : les inégalités, la solidarité ou ce que nous appelons maintenant dans toutes nos réunions internationales, la « croissance inclusive ». C'est un sujet dont ministres des finances et banquiers centraux parlent beaucoup, y compris lors de notre dernière réunion du G7 à Bari.

Sur les instruments de la prospérité, je suis convaincu que l'Europe a une chose à dire, et plus encore, deux choses à faire. Ce que l'Europe pourrait dire plus fort, c'est qu'elle partage un modèle social ; c'est même ce qui la définit. En quoi consiste

ce modèle social ? Des services publics forts et une éducation pour tous, une redistribution fiscale et sociale active et un dialogue social nourri. Ce modèle social conduit, disons-le, à des inégalités encore nettement inférieures à celles des États-Unis. La plupart des économistes le mesure avec l'indice de Gini des inégalités, il est encore inférieur de plus de 20 % en France et en Allemagne à ce qu'il est aux États-Unis. À fortiori, il est très inférieur à celui des pays émergents. Je voudrais au passage répondre à la question que Christian a soulevée sur le lien entre stabilité monétaire et stabilité financière. La stabilité monétaire telle que l'amène l'Eurosystème, la stabilité financière avec le renforcement de la réglementation, est le socle indispensable de la solidarité. Nous l'avons vu malheureusement par l'absurde, quand il y a crise financière, ceux qui trinquent le plus, ce sont les plus défavorisés, y compris par la montée du chômage.

J'ai dit que l'Europe avait surtout deux choses à faire, parce qu'évidemment ni la complaisance, ni l'autosatisfaction ne sont de mise. Si l'Europe doit conforter son modèle social, elle doit agir vers l'extérieur et sur elle-même. On multiplie les discours désolés sur la montée des inégalités, particulièrement dans le monde anglo-saxon qui est doublement traumatisé, mais il serait temps, au-delà des discours, de combattre résolument ces inégalités. Pas par le protectionnisme qui partout pénalise les plus pauvres. Pas par la déréglementation financière qui préparerait les dégâts sociaux d'une prochaine crise. Mais par de meilleurs modèles sociaux à l'intérieur des pays et par des règles du jeu collectives entre les pays, avec des institutions multilatérales qui en soient le garant. Si les États-Unis s'avéraient fatigués, espérons-le temporairement, de jouer un rôle central dans ces règles du jeu collectives, l'Europe et quelques autres doivent être prêts à reprendre le flambeau. Ces règles doivent bien sûr évoluer. Je relève que le G20 qui est assez récent, le Conseil de stabilité financière

qui date de la crise, ont produit des résultats tangibles et sont la preuve que la gouvernance internationale peut encore être créative. Je voudrais à cet égard me féliciter que le sommet de Hambourg ait confirmé l'engagement des 20 pays, j'insiste sur le chiffre 20, sur des règles financières internationales dont un renforcement sur ce qu'on appelle le *shadow banking*.

Je termine par le défi interne, par la France. Notre modèle social ne durera que si nous le réformons, comme nombre de nos voisins européens l'on fait avant nous. Je viens d'envoyer ce qu'on appelle traditionnellement la Lettre au Président de la République ; cela fait partie des traditions républicaines. C'est un document public que tout le monde peut lire. Pour le résumer d'un mot, je crois que notre défi est que nous saisissons ce « moment favorable » que connaissent la France et l'Europe, avec une reprise économique, pour oser des réformes qui renforcent à la fois l'efficacité et la justice. Je fais une parenthèse qui est peut-être d'actualité : nous sommes tous pour les baisses d'impôt mais ne résumons pas la réforme à l'attente de baisses d'impôt immédiates et non financées. Il y aurait là, peut-être, un peu de paresse intellectuelle et beaucoup d'imprévoyance financière. Nous avons dans le passé déjà beaucoup payé pour voir ce que donnait ce genre de traites sur l'avenir.

Je reprends pour conclure trois directions de la réforme dans le sens de l'efficacité et de la justice. D'abord faire reculer le chômage ; nous sommes juste en-dessous de 10 %, c'est beaucoup trop. Si nous combinons réformes du marché du travail, éducation et formation professionnelle, nous pouvons descendre vers 7 % et, piste concrète, développer l'apprentissage. Je cite une réflexion sur la prospérité qui date de 1652 ; elle est du Grand chancelier suédois Axel Oxenstierna. Sortant de la guerre de 30 ans, il écrit : « La bonne éducation de la jeunesse est le garant le plus sûr de la prospérité. » Deuxième direction : financer dans la durée notre modèle social, cesser de transférer la charge à la génération suivante. Nousregar-

dons toujours les symptômes, notre niveau trop élevé d'impôts, notre niveau trop élevé de dettes, 100 %, mais attaquons-nous résolument à la cause. Nous avons pour le même modèle social, 56 % de dépenses publiques quand nos voisins européens en ont 46 %. Enfin, donner envie aux jeunes, en leur offrant toutes les opportunités de l'innovation, de la révolution numérique et de la création d'entreprise. Pour cela, ouvrir encore certains marchés de biens et services, y casser les rentes. Les rentes sont l'ennemi de la prospérité. Si nous cassons des rentes au nom de la prospérité, nous aurons en plus, peut-être, réconcilié Erik Orsenna avec ce beau mot français !

SOPHIE FAY — Fabrice Brégier, vous êtes le Directeur Général délégué d'Airbus, qui regroupe non seulement les avions Airbus, mais tout l'ensemble des activités du groupe EADS, soit 130 000 personnes à travers le monde. Quel est le rôle de l'entreprise dans cet objectif de prospérité et quels sont les instruments qui sont à sa disposition.

FABRICE BRÉGIER — Je crois que le concept de croissance interne et inclusive est bon. On a effectivement d'autres notions pour arriver à cette prospérité. Il ne faut pas perdre de vue que lorsqu'on pilote une entreprise, on recherche des zones de croissance et de développement. Il est vrai qu'elles ne sont plus réellement en Europe et pour une entreprise comme Airbus, si je prends la zone Europe, c'est largement moins de 10 % de son chiffre d'affaire dans le domaine des avions commerciaux. Il faut donc aller chercher la croissance dans les pays émergents, ceux qui se développent très fortement. En Chine, il y a beaucoup plus d'avions Airbus qui volent dans le ciel des Chinois qu'aux États-Unis. Au cours des vingt dernières années, il y a eu des croissances à plus de deux chiffres du transport aérien. Pourquoi ? Parce qu'il y a la volonté des personnes qui atteignent un niveau de revenu

suffisant, de voyager, d'abord dans leur pays et ensuite à l'international. Soyons capables aussi de capter une partie de cette croissance comme ces pays émergents sont capables de capter une partie de notre marché à travers leurs exportations. Il y a aussi le tourisme. Je pense que c'est un moyen efficace pour développer non seulement des emplois mais également la prospérité dans nos pays.

Deuxième point : comment une entreprise peut-elle se développer ? Il faut investir, et ce qui vaut pour l'entreprise vaut également pour les États ; on a trop tendance à confondre les dépenses publiques classiques et les dépenses publiques d'investissements qui sont rentables. Pour une entreprise comme la mienne, l'innovation est un critère clé. Sans cette innovation, on perd des parts de marché. Il faut des projets au niveau européen qui nous permettent d'aller de l'avant. Je le constate dans mon entreprise, il y a un génie européen. Le personnel européen est très ouvert sur les nouvelles technologies ; il faut en profiter car on a une compétence incroyable à portée de main. Pour cela, il faut refondre complètement les principes de l'éducation. Je suis encore un peu surpris de voir que tout le monde est d'accord sur ces sujets. En France, il faut aller vers de l'apprentissage systématique. L'Allemagne nous a montré la voie ; nous avons un lycée technique Airbus, et nous avons développé une *business academy* pour l'ensemble des compétences qui sont nécessaires pour nos managers et nos leaders. L'appétit des personnels pour la formation est incroyable dès lors qu'on les associe et il faut pouvoir le faire dès le plus jeune âge. Sans ces principes fondamentaux, je pense que l'Europe échouera car beaucoup d'autres pays ont compris que l'éducation était un élément essentiel de leur développement.

Faut-il avoir peur des nouvelles technologies ? Faut-il affirmer que la révolution numérique va réduire des emplois ? C'est tout à fait vrai dans certains secteurs, mais c'était vrai

des machines-outils, c'était vrai de l'ensemble des grandes évolutions disruptives d'origine technique. Si on ne les intègre pas dès maintenant, ce sont des pans entiers qui souffriront et qui disparaîtront. Au contraire, il faut s'ouvrir à ces technologies, il faut être capable de les développer au plan européen. Pourquoi le leader mondial du *cloud* s'appelle-t-il Amazon ou sont des entreprises américaines ? Pourquoi sommes-nous obligés d'avoir des partenariats avec des entreprises américaines pour le *big data* ? Pourquoi n'y a-t-il pas une grande initiative européenne dans ces domaines ? Les enjeux sont considérables. Quand, dans les entreprises, on parle économie numérique aux ouvriers, aux compagnons, ils savent que c'est indispensable et que pour une partie de ces activités, ils seront replacés au centre du jeu de l'entreprise. L'ensemble des autres fonctions sera à leur disposition, fera évoluer vers le haut leur métier et leurs compétences et, dans certains cas, permettra de rapatrier de l'activité. Nous souffrons d'un manque de compétitivité qu'il faut rattraper. Il est inacceptable qu'en France les coûts soient différents du reste de l'ensemble des pays occidentaux, alors que nous avons les mêmes systèmes et les mêmes principes. Par rapport aux pays émergents, où cette compétition n'a pas de sens, nous devons nous y prendre différemment. Je prends comme exemple l'impression 3D ; il est évident que ces technologies qui évoluent, qui arrivent à des niveaux de coûts beaucoup plus bas, doivent nous permettre de produire, dans les usines européennes, des équipements qui, jusqu'à présent sont sous-traités dans des pays dits à bas coûts.

Au-delà de la prospérité, l'élément essentiel est effectivement la stabilité. J'ajouterai la solidarité, car s'il n'y a pas assez de solidarité nationale, il n'y a pas de solidarité européenne comme on pourrait l'espérer. Avec des critères de solidarité partagés au niveau européen, l'Europe serait plus forte, plus solidaire et plus prospère.

SOPHIE FAY — Pour les gens qui n'ont pas la chance d'être salariés d'Airbus, ou même des salariés de sous-traitants, pensez-vous que les grandes entreprises comme la vôtre qui ont toutes ces compétences, peuvent en faire profiter d'autres ?

FABRICE BRÉGIER — Nous avons une responsabilité sociale et cette responsabilité a un intérêt pour Airbus. Depuis cinq ou six ans, nous avons multiplié par trois l'effort de formation en alternance ou par apprentissage. Auparavant, nous le faisions pour nos propres besoins et nous nous sommes rendu compte que l'ensemble des entreprises de la filière, et notamment les plus petites, qui avaient les marchés de sous-traitance d'Airbus, n'avaient pas cette possibilité d'attirer les talents ou des personnels formés déjà à l'aéronautique. Je pense même qu'il faudrait rendre ce système quasiment obligatoire pour les grands groupes parce que nous avons cette responsabilité de formation de la jeunesse pour nos personnels, mais aussi pour l'ensemble des personnels d'une branche ou d'une profession.

SOPHIE FAY — Abhijit Banerjee, vous avez dit que, peut-être demain, il n'y aurait pas un emploi intéressant pour tout le monde et qu'il faudrait trouver une autre manière de s'organiser. Est-ce que cela signifie que vous êtes favorable au revenu universel ?

ABHIJIT BANERJEE — The idea of a universal basic income is in many ways more in the classic sense of giving everyone a basic minimum income and making it universal so that it does not create disincentives. This is a good idea for many reasons, including the fact that every time, in most developing countries at least, when you try to find the deserving poor, you basically end up giving it to a small fraction who deserves it. I am all for it, but what worries me is that this leaves it to the individual to solve the problem of making his life interesting.

It is a very libertarian thought, and the libertarians like it for that reason, but I am not sure it is the right one. We need to reorganize society so that there are ways of making use of the talents of people, of making life interesting for them and useful for other people. For example, whenever I bring in the idea of old age care, which is something that most of these countries will need, the first reaction is that nobody wants to do it, but that is a problem for our education systems. Our education systems do not teach people what is valuable in life, and in that sense I want to push away from technical education towards thinking of a more humanistic education, where you really need to internalize the values of society in a deep way so that you actually appreciate the taking care of children and of older people. These are valuable things in society. What is exciting is a social construct, and we should make this the social construct.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — Je ne me résigne pas à la société sans emploi, à la fois pour des raisons économiques parce que dans toutes les précédentes évolutions technologiques on a eu cette crainte, et il y a eu des créations d'emplois ailleurs, et aussi pour des raisons sociales, je dirais presque anthropologiques. L'idée que la dignité de l'Homme, que son bonheur, puissent se passer de la participation à la création et au travail, est un pari extrêmement lourd. Mais la recreation de nouveaux emplois ne se fera pas toute seule. Si on prend le cas de la France et la baisse du niveau du chômage qui est notre première priorité, il faut bien sûr avancer sur la réforme du marché du travail qui est un de nos grands handicaps, mais il faut avancer en même temps sur la deuxième jambe qui est l'éducation, la formation professionnelle et l'apprentissage. Je rappelle juste les chiffres de l'apprentissage. Nous avons autant de jeunes que l'Allemagne, — bonne nouvelle pour notre démographie — alors que nous sommes globalement moins nombreux. Mais nous avons deux fois et demi moins

d'apprentis que l'Allemagne chaque année. Résultat, nous avons trois fois plus de jeunes au chômage, le taux de chômage des jeunes est de 24 % contre 7 à 8 % en Allemagne. Il n'y a pas de priorité plus grande que celle-là.

FABRICE BRÉGIER — Ce n'est pas un pari de Pascal, mais il faut croire que les nouvelles technologies vont nous permettre d'évoluer vers le haut. Je le constate avec mes salariés qui n'ont aucune réticence à les intégrer. Il y a aussi des voies de progrès, on peut développer de nouveaux business models et on peut éviter de la pénibilité sur certaines tâches. J'ai donné un exemple aussi de réintégration d'activités au sein de l'entreprise. Nous étudions les voitures volantes, est-ce que ça marchera ? Peut-être pas, mais il faut aussi aller vers des domaines futuristes, ce que font très bien les entreprises de la Silicon Valley.

Nous avons nos chances, nous avons des personnes qui, si elles sont bien formées, seront les meilleures du monde, et si elles travaillent ensemble au niveau européen et dans un esprit de coopération avec le reste du monde, l'Europe continuera d'être un îlot de prospérité par rapport aux autres pays.

CHRISTIAN DE BOISSIEU — Vous avez tous dit qu'il fallait travailler avec une nouvelle batterie d'indicateurs. Faute de mieux nous travaillons avec les habituels, le PIB, la croissance, mais ce n'est pas du tout ce qu'il faut regarder aujourd'hui. Nous avons fait des progrès, depuis dix ans, sur la question des bons indicateurs mais pas assez. Je suis frappé par le fait qu'il y a plus de progrès de ce côté-là au niveau des entreprises qui développent les analyses de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance, qui développent la problématique de l'investissement socialement responsable, etc. Bref, le progrès est plus du côté microéconomique qu'au plan macroéconomique parce que c'est plus compliqué.

Deuxième remarque, qui est plutôt un message personnel à usage des participants au G20. Je crois en l'avenir de l'Afrique comme nombre d'entre nous et je constate simplement qu'aujourd'hui l'Afrique est sous-représentée au G20. Pour moi, améliorer la représentation de l'Afrique, est une condition non suffisante mais nécessaire, pour relancer le G20.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — Il y a un pays africain au G20, c'est l'Afrique du Sud. Ce n'est pas assez, la difficulté est de choisir le second. Mais il y a une bonne nouvelle, cette mesure fait partie des priorités allemandes. Au dernier G20, Wolfgang Schäuble, le ministre allemand des Finances a poussé le pacte avec l'Afrique. Je crois qu'il y a une prise de conscience et donc un espoir.

A-T-ON ÉPUISÉ LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES ?

2

COORDINATION	B. Jacquillat (<i>Cercle des économistes</i>)
CONTRIBUTIONS	D. Baker (<i>Center for Economic and Policy Research</i>) A. Kaletsky (<i>Gavekal Dragonomics</i>) N. Moreau (<i>Deutsche Asset Management</i>) A. Turner (<i>Institute for New Economic Thinking</i>) R. Weber (<i>La Banque Postale</i>)
MODÉRATION	A.-S. Chassany (<i>Financial Times</i>)

ANNE-SYLVAINE CHASSANY — Dix ans après le début de la crise financière, on a un peu l'impression qu'on n'a jamais été aussi créatif en matière de politique macroéconomique, en particulier de politique monétaire. Les taux sont très bas, voire négatifs, les banques centrales n'ont jamais été aussi accommodantes et inventives pour éviter les effets négatifs de la crise. Pourtant, la croissance est assez faible, en tout cas en Europe et même aux États-Unis. Les inégalités ont progressé. Les poches de pauvreté sont bien là. Le lien social s'effrite, de grandes transformations technologiques et des menaces climatiques pèsent sur tout cela. Il est donc légitime de se demander si on a fait le tour de toutes les solutions possibles, si on peut faire plus ? Est-ce qu'il y a un nouveau paradigme à inventer ?

BERTRAND JACQUILLAT — A-t-on épuisé les politiques économiques ? Pour répondre, j'ai choisi de traiter du thème, évident pour un Français : le chômage, ce cancer. À une conférence de presse que faisait François Mitterrand le 14 juillet 1993, il avait répondu à une question sur le chômage : « Je dis simplement que l'on a tout essayé. » Autrement dit, il donnait l'impression que ses gouvernements avaient effectivement pris toutes les mesures possibles pour lutter contre le chômage, qui, je le rappelle, était de 10 %, à peu près, exactement le même taux de chômage de la population active qu'aujourd'hui alors qu'il n'était que de 6 % lorsque François Mitterrand avait pris ses fonctions pour la première fois. Je ferai référence à d'autres pays qui, ont su surmonter ce problème, mais si l'on regarde bien ce qui s'est passé en France, à peu près tous les premiers ministres ont donné leur nom à une politique de lutte contre le chômage : Raymond Barre, pacte pour l'emploi des jeunes ; Laurent Fabius, travail pour l'utilité collective et stages d'insertion professionnelle ; Michel Rocard, contrats emploi solidarité ; Alain Juppé, contrats emploi jeunes ; Lionel Jospin, lois Aubry I et II, et lois de mobilisation sociale ; Raffarin, contrats jeunes en entreprise et contrats d'insertion dans la vie sociale ; François Fillon, contrats d'autonomie ; Jean-Marc Ayrault, contrats d'avenir. Tous les gouvernements successifs en France ont cru traiter ce problème malheureusement, le chômage reste beaucoup plus élevé qu'il ne l'est dans les autres pays, notamment d'Europe du Nord, au Royaume-Uni, en Allemagne, ou aux États-Unis, qui sont tous passés, fin 2016, en dessous des 5 %. En France, il touche essentiellement les 15-24 ans et les 55-64 ans. Il pénalise les peu qualifiés des zones urbaines sensibles. Particulièrement important le chômage de longue durée, ce contre quoi, s'insurge Louis Gallois¹. C'est en France que le

1. Voir Acte IV, session 1 : « La prospérité supporte-t-elle les inégalités ? »

taux de chômage a été le plus élevé pendant le plus longtemps, au-dessus des 10 % sur 35 ans, alors que c'étaient sur quelques années ou une seule année, dans les autres pays où un certain nombre de politiques efficaces ont été menées.

ANNE-SYLVAIN CHASSANY — Lord Turner, vous êtes le président de *l'Institute for New Economic Thinking*, vous avez été président, au plein cœur de la crise, entre 2008 et 2013, du régulateur du marché financier britannique, la FSA². Vous avez également travaillé en tant que membre du Conseil de Stabilité Financière créé en 2009 pour mettre en place des régulations du système financier. Que vous inspire la question posée ?

ADAIR TURNER — Bertrand focused on unemployment, and that is clearly a crucial issue, but a specific focus on unemployment today in the advanced economies is a bit of an *exception française*, because in many advanced economies that is no longer our problem. Unemployment in the US is as low as 4%, similarly in the UK, and down a 3% in Japan. However, that does not mean that all is fine, because we have many other problems, in particular a problem of very slow growth.

The US economy is the one that recovered best from the crisis of 2008, but even there, GDP per capita is only up 4.6% in 10 years, 1.8% in the UK, and in the Eurozone on average not at all. Capitalism is simply not delivering its promise of rising prosperity, and those low rates of GDP per capita growth combined with rising inequality mean that there are stagnant real wages, which is producing populist reactions such as Brexit and President Trump.

One reason, not the only reason, for that slow growth is, I believe, very low growth in aggregate nominal demand. There is a reasonable argument that modern economies work best with an

2. Financial Services Authority.

increase of nominal GDP of about 4% or so per annum, enabling us to have an inflation rate of 2% and a real growth rate of about 2%, but over the last 10 years, growth in nominal GDP has not been 4%, it has been 2.8% per annum, even in the US, 2.7% in the UK, and a dramatically low 1.5% per annum in the Eurozone.

I think we need to assess why we have had this slow growth of nominal demand. Why for eight years have central banks been struggling not to keep inflation down but to get inflation up to their target, and struggling still unsuccessfully? All the major central banks of the world, apart from the UK, where Brexit produced devaluation and therefore a surge of inflation, are still struggling with inflation below target.

There are two fundamental drivers of what is going on. One is the large debt overhang arising from excessive private debt creation before 2007. Private debt as a percentage of GDP went from 50% in all the advanced economies together in 1950 to 170% in 2007, and that growth was primarily lending against real estate. That drove a cycle of increasing confidence, but when there was a snap of confidence in 2007, we entered an environment in which the debt did not go away –it simply moved around the economy from the private to the public centre and from the advanced economies to the emerging economies. Global debt to GDP is now higher than ever, and in that situation, for a set of reasons, which I explore in my recent book³, such a debt overhang is bound to produce deflationary tendency.

One other explanation which has been put forward by Larry Summers is what we call secular stagnation, where a combination of demography, rising inequality and technology might produce an increase in *ex ante* desired savings rates unmatched by an increase in *ex ante* desired investment,

3. *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2015

and therefore an economy which only balances savings and investment at incredibly low, and indeed negative, long-term real interest rates, and in which that in turn limits the flexibility and effectiveness of central bank action.

These are complementary rather than competitive explanations, and together they help to explain why since 2008 we have been stuck in an environment where achieving adequate nominal demand growth has been very difficult, and where if we did nothing we would have had even less adequate nominal demand growth.

However the question, which is posed by the title of this session is, could it not just be difficult, could it be impossible? Are there any circumstances in which it is simply impossible to achieve adequate nominal demand growth? Last year this was extensively debated. Last year there had been five years in a row in which the IMF had downgraded its forecasts of global growth. Last year was the fifth year in a row, in fact the eighth year in a row, of failing to meet inflation targets. Looking at *The Economist* magazine in February last year, it had a front page which simply had a central banker with an empty piece of artillery, and the question it had was, "Are we out of ammunition?" Can it ever be the case that we run out of monetary or fiscal ammunition?

What I think is that there are some circumstances where a purely monetary response to low inflation and low growth will not be effective, and that is precisely the environment of debt overhang and potential secular stagnation which we have faced. The classic transmission mechanism of monetary policy in those environments, which is that you cut the interest rate and therefore companies go out and invest more or people go out and consume more, is not effective. In March 2016, the ECB launched a major extra wave of quantitative easing, and German government bond yields as a result came down 10 basis points from 20 basis points to 10. I will defy anybody to provide a single German company which, faced with that reduction in

interest rates from an already very low level, made any change whatsoever in its investment. The investment mechanism does not work in those circumstances.

Regarding the mechanism of producing a fall in your currency, a devaluation, that can work for one country alone, but at the level of the global economy, a currency devaluation is a zero sum game. Facing as we do a debt overhang across the whole world, we cannot solve that problem by devaluing our currencies against those of Jupiter, Mars and Mercury. Therefore, we can be in circumstances where monetary policy alone is ineffective. Those are the circumstances we have been in, and we should have realised that fact earlier. However, in those circumstances you still have fiscal policy, and that will be effective.

Fiscal deficits, in Milton Friedman's words, put extra spending power directly into the income stream of the economy, and it is fiscal deficits that have kept the global economy going since 2008. Where there have been higher fiscal deficits there has been higher nominal demand growth. The US ran an average deficit of 7.2% of GDP from 2008 to 2016 and achieved nominal demand growth of 2.8%. The Eurozone ran deficits of 3.5% and ended up with nominal demand growth of 1.5%. Over the last year, it is fiscal relaxation, particularly in China and the US, and also to a small extent in Europe, which has driven the economy. Fiscal stimulus has kept the global economy going.

Are there any limits to our ability to do that? What if debt gets too high and has to be repaid? What if the anticipation of a future repayment makes people save any tax cuts and not spend them? What if higher deficits produce higher interest rates and therefore what we call crowding-out? The answer is that none of those will occur if loose fiscal policy is accompanied by loose monetary policy, which ensures its effectiveness by keeping interest rates low even in the face of large budget deficits.

That is essentially what I think has been going on for the last several years. Professor Christopher Sims of Princeton, in an important paper presented to the Jackson Hole seminar last Summer, said that in a deflationary trap the role of monetary policy is to assist fiscal policy, and it works if and only if there is loose fiscal policy as well.

It can do that in part because loose monetary policy keeps interest rates low, but it also can do so more radically because quantitative easing can, if we want, be made permanent, *i.e.*, it can be a permanent central bank monetisation of government debt. It is that possibility, which I describe in the last chapter of my book, which means that if our problem is inadequate nominal demand, there is always a solution to it, which is to run a fiscal deficit, paid for with printed central bank money.

Now, of course it is possible, very possible, to do that, to use monetary finance to excess and to produce excessive inflation, and there is a perfectly reasonable political argument that says, yes, technically we would use monetary finance to stimulate the economy, but the political dangers of doing so are so great, that once we use that medicine we will want to use it to excess, that we have to put that medicine in the medicine cabinet and throw away the key. I do not agree with that argument but I respect it.

However, it is a completely different argument from suggesting that we can ever run out of ammunition –if the problem we face in part is a lack of nominal demand, then we never, ever run out of the policy instruments with which we can offset that.

ANNE-SYLVAIN CHASSANY — Rémy Weber vous êtes le président de la Banque postale. Vous allez nous parler de capital humain dans une vision plus concrète des choses, et nous expliquer comment vous essayez de gérer ces transitions technologiques.

RÉMY WEBER — La banque que je dirige est la banque de tous, donc aussi, des plus démunis. Quand, vers le 10 du mois, dans les zones les plus compliquées, il y a la queue à 8 heures du matin pour les prestations sociales, que des personnes viennent chercher 10-12 euros et redéposent 2-3 euros, le soir, à la question « Faut-il faire plus ? » je réponds sans hésiter qu'il faut que nous fassions beaucoup plus. Nous ne pouvons pas rester dans cette situation de pauvreté et de chômage qui met à mal tout ce qu'on a pu dire, ou penser sur l'ensemble des politiques possibles. Je prends pour exemple la population des 5 millions de personnes qui souffrent à la fois d'exclusion bancaire et d'exclusion numérique. Nous venons de monter un immense programme de formation avec Emmaüs, « Connect », pour détecter, diagnostiquer, les faiblesses numériques et mettre les gens dans le mouvement, pour qu'ils puissent au moins rattraper le train et ne pas être définitivement en dehors du champ. Pour nous, c'est vraiment essentiel de voir les choses bouger dans la vraie vie. J'ai d'ailleurs la conviction que les politiques monétaires les plus accommodantes, à un moment donné, se heurtent à des mécanismes de rigidité insurmontables.

Dans notre groupe, nous menons des transformations pour donner des métiers nouveaux à des collaborateurs qui sont en perte de vitesse sur des métiers déclinants. J'ai la forte conviction que le diagnostic et l'apprentissage de savoirs utiles pour le « job d'après », sont de vraies clés, que l'on soit chômeur ou susceptible de le devenir parce qu'inemployable dans une certaine mesure. Cela ne peut se faire que si les personnes concernées portent elles-mêmes leur propre destin et leur volonté d'acquérir ce savoir. Il faut évidemment les mettre dans les meilleures dispositions possibles. En un peu plus de trois ans, avec son réseau à priorité bancaire, la Banque postale a mis en mouvement plus de 50 000 personnes, pour qu'elles apprennent de nouveaux métiers avec une valeur ajoutée nouvelle. Nous avons créé une école. L'année dernière, nous

avons eu 360 000 jours/homme de formation, soit 100 000 de plus que l'année précédente. Ce programme, ouvert à tout le monde, nous a permis en deux ans et demi, de donner à 15 000 personnes soit une formation qualifiante, soit pour une partie importante d'entre elles, une formation diplômante. Ce mouvement de transformations sociales, par la montée en puissance de toutes les équipes, provoque des dialogues, parfois extrêmement vivifiants, avec nos partenaires sociaux. Mais en fin de compte, nous cherchons des solutions avec les personnes du terrain. Certes, tout ne vient pas du terrain. Il ne s'agit pas de faire du romantisme et de croire ou faire croire que tout est parfait en bas de l'échelle. Mais l'expression, l'adhésion, la prise de responsabilité doivent rejoindre *in fine* les politiques globales susceptibles d'être mises en œuvre. On peut appliquer ce raisonnement, dans une entreprise, à un pays ou même à un continent. Il faut qu'il y ait ce moment de rencontre où des politiques qui répondent à des défis considérables soient acceptées, comprises, valorisées et mises en mouvement par l'ensemble des équipes. Pourquoi suis-je extrêmement confiant dans tous ces mouvements ? Simplement parce que la rupture numérique que nous vivons ne nous permet plus de faire semblant. Quand on met sur la table de l'intelligence artificielle, une partie de robot, un *blockchain*, etc. et qu'on en voit les implications, on doit instantanément se demander comment on acquiert des savoirs utiles pour le job d'après.

Pour un groupe très important comme le Groupe la Poste qui compte 250 000 personnes, le fait que les gens, en France, comme ailleurs, ont envie de s'en sortir est un signal très positif. Les résultats de la formation sont assez impressionnants. Évidemment, une partie d'entre eux a du mal à suivre, qu'ils viennent du monde de la logistique, ou même du monde des services financiers de la banque postale. Pour ceux-là, nous trouvons des options intermédiaires pour qu'ils prennent un premier job différent et qu'ils progressent. On voit bien

comment cette immense transformation peut casser les rigidités.

Je terminerai, parce que je suis quand même banquier, par les politiques monétaires accommodantes, et la double peine que la Banque d'État subit, dix ans après Lehmann, à savoir le *quantitative easing* et les taux d'intérêt négatifs ; les deux mesures n'étaient peut-être pas indispensables. Toujours est-il que c'est une forme de paradoxe de constater que, la banque de terrain, la banque des citoyens, la banque qui, finalement, n'a jamais été dans des mouvements de spéculation excessifs, est terriblement pénalisée, à la fois par la rupture réglementaire, mais également par le fait que, au moment où le numérique nous impose la nécessité de bouger, d'accélérer, la problématique des taux l'accélère encore. C'est la banque, malgré tout, notamment en Europe, qui transmet, qui porte, qui est le vecteur, des politiques monétaires ; c'est elle qui est extrêmement « challengée » négativement par tout un ensemble de points un peu difficiles que sont l'excès de réglementations et une politique de taux très bas.

ANNE-SYLVAIN CHASSANY — Dean Baker vous êtes co-directeur du *Center for Economic and Policy Research* qui est un centre de recherche économique de Washington, proche du parti démocrate. Vous avez beaucoup réfléchi à la sécurité sociale, au marché du travail, aux impacts néfastes de la mondialisation, notamment sur les inégalités. Vous avez écrit un livre⁴ en 2016 dans lequel vous expliquez comment les principes qui régissent nos économies modernes ont finalement favorisé les plus riches. Mais, aujourd'hui, vous voudriez surtout vous pencher sur la protection de la propriété intellectuelle, thème qui n'est pas assez exploré, qui est dysfonctionnel et qui pourrait être une catalyse de moins d'inégalités.

4. *Rigged: How Globalization and the Rules of the Modern Economy were Structured to Make the Rich Richer*, DC: Center for Economic and Policy Research, 2016

DEAN BAKER — I want to take this in a somewhat different direction, and let me start by posing a question. How rich would Bill Gates be if he did not have copyright and patent protection on his software? I trust people know who Bill Gates is; he is thought to be the world's richest person. The last time I looked, he is estimated to have wealth of USD 70 billion. Let us imagine we snapped our fingers and there was no copyright, no patent protection, and anyone who wanted could copy Windows, Microsoft Word and everything else, and if they felt like it they could send a thank-you note. How rich is Bill Gates in that world?

You do not have to answer that. I am posing it as a question, and I will make three points here that I will get into. Firstly, patents and copyright are a policy. That may sound stupid, it should be obvious, but we often talk about technology as if it is just given. It is not just given. We have laws—we create those laws, we change those laws, and in fact over the last four decades we made them longer and stronger. There is a lot of money at stake. There is an enormous amount of money at stake, way more than what we usually have big battles over. I am less familiar with French politics, but certainly in the US, battles we have in our legislature and our politics are dwarfed by the amount of money at stake in patent and copyright protection. That is my first point.

The second point is that we have very little to show for it. These are policies. You are all laughing at me—the purpose is to promote innovation, to promote creative work—I know that. However, what is the payoff? I will argue that there is very little evidence to show that there is much payoff. Furthermore, even if there were a payoff, we should be asking where are the trade-offs in terms of growth and equality. I never hear that question asked—that is incredible negligence. Third, I will talk briefly about alternatives to patent and copyrights as ways to provide incentive to innovation and creative work.

The first point is that there is a lot at stake. I mentioned Bill Gates and his wealth. He is wealthy because we have these forms of intellectual property and the resulting protection. We do not have to have them. Regarding the amounts at stake –and I will refer to the US, but it will not be hugely different in France or elsewhere in Europe– in prescription drugs, where the amounts at stake are probably the most egregious, the US will spend about USD 440 billion in 2017 on prescription drugs; if we snapped our fingers and got rid of all patents and related protections, we would spend maybe USD 40 or 50 billion. You are talking about somewhere around USD 400 billion a year, about 2% of our GDP. I know that in France you control drug prices. Make it 1% of GDP. That is an enormous amount of money. That is what you are throwing away because of patent protection. Adding in the other areas, places like medical equipment, software and computers, pesticides, fertilisers, seeds, videogames, other digital material, recorded music, recorded movies, you are probably talking about three or four times that amount. We might be talking about somewhere in the order of 10% of GDP in the US, probably less in Europe, but let us make it 4% or 5% of GDP. That is an enormous amount of money, and if you look at the amount of upward redistribution over the last four decades, in both cases it is probably comparable to that amount.

Therefore, there is an enormous amount at stake and very little attention paid to the structure of these protections. As I said, we have made them longer and stronger over the last four decades. I will refer again to the US, but I know it is similar in France and the rest of Europe, in part because of treaties like the TRIPS provisions of the WTO. We have made patent protections longer, we have applied them to more areas –to life forms and to business methods. Amazon patented one-click shopping, incredibly, although the patent was later overturned, but they did patent that for a period of time. We have software

patents. We have also extended the length of these protections in a variety of ways.

Copyrights have been extended also –I am not quite sure where they stand in France right now, but in the US we extended them from 55 to 95 years, and we applied that retroactively. The copyright extensions are sometimes referred to the “Mickey Mouse Copyright Laws” in the US, because they were literally the result of lobbying by Disney because their copyright on Mickey Mouse was about to expire. Apparently they still get a lot of money on Mickey Mouse memorabilia. It was extended retroactively. I do not know how you could provide incentives retroactively, but nonetheless that is what we did.

There are also questions as to how copyright is applied. We now have the web, we did not have the web 50 years ago, so in the US at least we make the web intermediaries effectively copyright cops. Under the law as it was written for the web, if a person puts something up on my website, and someone calls me up or sends me an email saying, “Hey, you have infringing material,” I have to take it down or risk legal liability. We actually want to make the law even stronger with provisions that require that I have to pre-emptively search my website. I know that is not a big deal with my website, but think of Facebook, think of Google, think of other big Internet intermediaries – you are making them copyright cops. They have to spend a lot of money– at least if this were to go through, and it has been pushed in a number of trade deals –policing their sites. That is not natural. This is all done in law.

My point is that we have been making these forms of protection longer and stronger, shifting more income upwards, and then we scratch our heads and go, “Is there anything we could do about upward redistribution of income?” Well, do not make the protections longer and stronger.

The second point is this: what do we have to show for it? Again, these protections are supposed to provide incentives

for innovation and incentives for creative work. What does that mean? It should mean more rapid productivity growth. Looking at the data, productivity growth has actually gone through the floor. This is partly what Lord Turner was referring to, at least indirectly, when he talked about low *per capita* GDP growth. A big part of that story is that productivity growth. For the UK productivity growth was actually negative for a couple of years. In the US we had record low productivity growth in the last decade. You are very hard-pressed to see the benefits from longer and stronger patent and copyright protection, if it is supposed to lead to aggregate productivity growth. I have done some analysis and other economists have done so as well, and they find that in general there appears to be a negative relationship between stronger copyright and patent protection and productivity growth. I will not argue that there necessarily is a negative relationship; I will simply say you are very hard-pressed to find a positive one.

In other words, what have we got in terms of growth from longer and stronger patent and copyright protection? I would say it is very hard to find anything. We know it has generated inequality. You are very hard-pressed to find a story where it has led to increased growth. That is not to say it is impossible, just that the case is much less than obvious. This means that we know that we got the inequality part of the trade-off, it is not clear we got the growth part.

The last point is that you can have alternative mechanisms for supporting innovation and creative work. It is kind of mind-boggling, because people often talk about this –I am talking about economist people, not people I grabbed on the street– they talk about patents and copyrights as though they were God-given, and of course they are not. There are alternatives, and their existence should not sound that strange. I am less familiar with the case in Europe. I do know you have some government funding of scientific research. I can talk

about the US. We have the National Institutes of Health in the US which spend somewhere on the order of USD 32 billion a year on biomedical research. That is not hugely less than what the pharmaceutical industry claims it spends on research based on patent protection.

Most of the money spent on research by the National Institutes of Health goes for basic research. It is then used by the industry to develop drugs. There is no reason in principle that that research funding could not go downstream, could not go to the development of drugs, clinical testing, actually bringing them through the Food and Drug Administration's approval process. This would mean that the next great cancer drug would cost a few hundred dollars instead of, in the US, a few hundred thousand dollars. That would be a very big difference.

Regarding giving incentive for creative work, I know that in France and the rest of Europe there is much public funding for the arts. That is much less true in the US. There is resistance to the idea of having a central authority. We do have a charitable contribution tax deduction which can go to support of the arts. For a wealthy person this deduction means the government is paying 40 cents on the dollar for their contribution. There is no reason you could not have a tax credit where it was applied more generally, where everyone got a certain amount, say USD 100 or EUR 100 a year, whatever amount seemed reasonable, which would be used to support creative workers. Their work would then be freely available in the public domain from the day it was created.

I am just throwing that proposal out there as one alternative mechanism for supporting creative work. There are many other possibilities. The point is just that we have alternatives, and if we want policies that do not lead to an upward redistribution of income, it is not hard to find them. We just need a little creative thinking.

ANNE-SYLVAIN CHASSANY — Nicolas Moreau, vous êtes le patron mondial de Deutsche Asset Management, et membre du conseil d'administration de Deutsche Bank, président d'Axa France jusqu'en 2016, vous allez nous parler de thermodynamique en matière de politique économique et nous expliquer les dysfonctionnements de cette thermodynamique.

NICOLAS MOREAU — Avons-nous épuisé les politiques économiques ? Le fait que l'on se pose cette question sous-entend qu'il y aurait un nombre fini de politiques économiques. On aurait une boîte à outils avec un nombre d'outils finis et la question serait de savoir s'ils ont tous été utilisés ou s'il en reste un ou deux ? Pour moi, c'est une erreur de se poser cette question. Je pense qu'il y a un nombre infini de politiques économiques et je vais essayer de recenser certaines d'entre elles. Au préalable, il faut regarder ce qui s'est passé pendant la crise et comprendre pourquoi on se pose cette question aujourd'hui.

Pendant la crise économique on a vu des banques centrales mettre des taux d'intérêt à des taux négatifs pour répondre à ces problèmes, acheter des trilliards de dette publique, et même de dette privée, pour avoir un impact sur le coût de refinancement des entreprises. Un grand nombre d'États ont aujourd'hui des niveaux d'endettement très importants, dette sur le PIB autour de 200 %. Quand on voit l'état dans lequel est l'économie aujourd'hui, les taux bas, le surendettement des banques centrales et des États, on peut effectivement se dire qu'on est dans une impasse. On se pose cette question parce qu'on regarde l'économie avec le filtre des 20-30 dernières années. Toutes les solutions de politiques économiques, nées aux États-Unis dans les années 70 et mises en place par Paul Volcker, utilisées, jusqu'à cette dernière crise pour gérer les crises qui arrivaient, les phases de croissance, nous amènent à dire que nous sommes dans l'impasse. Il faut avoir

une vision plus large des solutions. En fait, j'en arrive à la thermodynamique car les systèmes économiques fonctionnent comme la deuxième loi thermodynamique. C'est-à-dire que l'entropie, la transformation, augmentent avec le temps. Si on veut poursuivre la croissance, il faut de l'innovation. C'est cette innovation qui va nourrir la croissance de l'économie. Cette innovation est elle-même porteuse de complexité. On peut prendre, par exemple, toute l'augmentation du *Cross Border Trade*, la globalisation, qui a permis à l'économie d'aller plus vite, les outils financiers tels que la titrisation, qui ont été inventés pour financer cette croissance de l'économie. La globalisation, la titrisation, les nouveaux produits financiers sont porteurs de nouveaux risques qu'il faut prendre en compte. Autre aspect intéressant de la thermodynamique : une fois qu'un système a été mis en place, il est très difficile de l'éliminer. Un changement de système est là pour durer. Bien sûr plein de gens s'opposent à la globalisation, mais « déglobaliser » l'économie serait quasiment impossible. Aujourd'hui, le gouvernement anglais essaye de sortir de l'Europe. Quand on regarde de près la complexité de ce qu'il y a à faire pour en sortir, quand on regarde l'imbrication des systèmes aujourd'hui, quand on regarde, par exemple, une automobile fabriquée en Angleterre, mais dont les pièces détachées viennent de partout dans le monde, en particulier d'Europe, on voit bien qu'il est très difficile de revenir en arrière. Cette complexité est là pour durer, et plus on va innover, plus on aura de complexité, plus les gouvernements, les régulateurs, devront s'adapter à cette nouvelle complexité et même l'anticiper. Lors de la dernière crise, les régulateurs n'ont pas anticipé l'évolution de la complexité du système. Trop de confiance a été donnée au marché et à sa capacité à s'autoréguler. Pour sortir de cette crise, les régulateurs, les banquiers centraux, ont été obligés de devenir interventionnistes, ce qui, auparavant, était un gros mot. C'est là qu'on a vu le *quantitative easing*, la garantie

des *money market funds* aux États-Unis, qu'on a vu la réforme des marchés hypothécaires un grand nombre de nouvelles réglementations, très interventionnistes, donc contraires à tout ce qui a été fait sur les 30 dernières années.

Quelles sont les grandes familles de nouvelles réglementations ou de nouvelles politiques économiques à venir ? Il y en a trois. La première, c'est la famille plutôt macroéconomique. Les taux d'intérêt ont été mis en dessous de zéro, mais on pourrait même considérer que les banques centrales annulent les dettes qu'elles ont rachetées, de manière à alléger les budgets des États. C'est une possibilité. D'ailleurs, Lord Turner a soutenu cette mesure dans le passé ; c'est ce qui a aussi été plaidé par certains pour traiter le cas de la Grèce. La deuxième famille d'outils, ce sont les interventions sur les marchés financiers. Jusqu'à présent, la politique des gouvernements était de ne pas intervenir. Margaret Thatcher disait « *You can't buck the market* », on ne peut pas se battre contre les marchés. Après 2008, on assiste à des rachats d'obligations. La banque centrale japonaise rachète des actions japonaises et devient le principal actionnaire d'entreprises japonaises, pour soutenir le marché en actions. C'est la gestion des *spreads* de crédit par les banques centrales. C'est la Suisse qui intervient sur le marché des changes pour réguler ces différents éléments. Dans cette famille, les États, les banques centrales, peuvent intervenir plus pour réguler.

La dernière famille d'outils est celle de la réglementation des produits et du marché du travail. C'est assez intéressant de voir que Theresa May, qui est du parti le moins interventionniste, vient de présenter un projet pour gérer le marché de l'énergie et garantir une énergie moins chère pour les consommateurs anglais. De la même manière, on a vu à Paris une intervention très forte sur le marché immobilier par le biais de la réglementation des loyers ; on voit aussi des interventions de plus en plus fortes sur le marché de l'emploi ; les idées sur un

revenu universel sont débattues de manière sérieuse. Autant de décisions inimaginables il y a dix ans.

ANNE-SYLVAIN CHASSANY — Anatole Kaletsky, vous êtes l'économiste en chef de Gavekal Dragonomics, une société de conseil en recherche économique basée à Hong Kong. Auparavant, vous étiez à l'*Institute of New Economic Thinking*. Vous avez réfléchi sur la façon de réinventer le capitalisme et vous nous expliquerez pourquoi, en fait, toutes ces politiques économiques n'ont pas été bien mises en place.

ANATOLE KALETSKY — My remarks follow on very well from what we have just heard. We have heard in the last four or five interventions that there are many policies that could improve aspects of economic performance, or could have improved them over the last 10 years. The question I want to discuss is why such policies have not even been attempted, in the macro sphere, in the labour sphere, in financial regulation or in the question of income distribution.

The policy failure and inaction, in my view, has not been caused by a lack of practical knowledge or ideas; the real reasons for the failure have been ideological, political and sociological, and I will go through four basic families of reasons. The most fundamental obstacle, and certainly the most relevant for a congress like this about economics, was actually about an economic theory and ideology, of what I call market fundamentalism. This is the Thatcher-Reagan concept that the market is always right and government intervention is almost always wrong, except, as Dean Baker described, in situations where it is designed to strengthen and protect private property.

This concept became dominant during what I called the third age of global capitalism in my book, *Capitalism 4.0*. I wrote this book about 10 years ago, and the title may suggest to you my

key argument: I believe that a fourth age of global capitalism, very different from this Thatcher-Reagan period, is emerging from the crisis of 2007.

The pre-crisis period of market fundamentalism, which I describe as the third age, began with a counter-revolution in economic theory. This was the counter-revolution of monetarism against Keynesian demand management of the economy, and it culminated in the political revolutions of Thatcher and Reagan from 1979 to the mid-1980s.

This combination of economic and political revolutions created an ideology that involved several of the intellectual fallacies that are now increasingly recognized, both in macroeconomics and in structural policies. The idea of rational expectations in perfectly efficient financial markets; the idea of Say's law, that demand and supply in the macro-economy are automatically in equilibrium; the idea that government macroeconomic policy and central banking should be confined to nothing more than targeting inflation. These were all ideas particularly relevant in Europe because they were built into the Maastricht Treaty of 1989, which in a way represented the culmination of market fundamentalism.

The Maastricht Treaty could be characterised as the manifesto of an economic ideology that almost everybody believed in 1989 but which today almost no serious economist believes to be valid. Yet this false ideology was firmly imprinted into economic policy, especially in Europe. This ideological imprinting prevented the proper use of countercyclical fiscal and monetary policy after the crisis, again especially in Europe. It also inspired destabilising financial policies such as mark-to-market regulations, resistance to government intervention through bank guarantees and capital requirements. Perhaps worst of all market fundamentalism refused to recognise the distributional consequences of what was happening to wages and profits in modern market economies. So, an economic

ideology riddled with intellectual errors was the first obstacle to an effective post-crisis policy response.

Secondly, market fundamentalism was of course not just based on intellectual fallacies. Political motivations were even more important. Market fundamentalist economics from the early 1980s onwards provided political legitimacy for enormous shifts in the distribution of income –and also of power– in all capitalist societies. Here I cannot resist quoting, not from myself but from a man called Michał Kalecki, who, as you can tell from the name, was a distant relation of mine. He was my father's second cousin, a very prominent Keynesian economist of the 1930s and 1940s in Poland, who in 1943 wrote an article called "Political Aspects of Full Employment." This was in some ways the most prophetic article ever written by an economist because it tackled directly the question of why governments fail to implement full employment policies even when these policies are effective and well understood: "The assumption that a government will maintain full employment in a capitalist economy if it knows how to do it is a fallacy. Continuous full employment will cause social and political changes, which will give impetus to opposition of business leaders. Under a regime of full employment the sack ceases to play its role as a disciplinary measure. The self-assurance and class consciousness of the working class will grow, strikes for wage increases and improvements in working conditions create political tensions, pressure for jobs reaches its height at or near election times, leading to government-induced pre-election booms. Under these circumstances a powerful bloc is likely to be formed between big business and rentier interests, and they would probably find more than one economist to declare that the situation was fundamentally unsound."

That was written in 1943, and it was a perfect description of what happened to all capitalist societies from the late 1960s onwards, a process which really started here in France with

the events of 1968. The Great Inflation of the late 1960s and early 1970s gave rise to market fundamentalism, to monetarist economics and Thatcherite politics, and that actually worked pretty well. This is what I call the third phase of capitalism. It worked fairly well for about 20 or 25 years, but it collapsed in 2007. This leads me to the third and fourth points.

Part of the reason market fundamentalism collapsed in 2007 was its failure to regulate financial markets. But market fundamentalism contained an even greater internal contradiction which is now an important factor in the upsurge of populist and anti-globalisation politics. Economists all over the world agree about the benefits of free trade and competitive markets. But why do we believe that? The social gains from trade are based on the concept of Pareto optimality. The Pareto principle says that higher aggregate incomes are always socially preferable to lower ones, because the gainers in society can in principle compensate the losers, thereby leaving everybody better off, or at least not worse off.

But what economists in the market fundamentalist period stopped asking is what happens if the redistribution and compensation that is possible in theory, does not happen in practice. In that case Pareto optimality is no longer socially optimal. This is what we are actually seeing all over the world today and this helps explain the seemingly irrational resistance to policies almost all economists consider to be rational and efficient: free trade, labour market deregulation and so on, may boost aggregate incomes but without the redistribution assumed in classical welfare economics they clearly make some individuals and communities worse off.

This leads to my final point, which is that the ideological environment of small government and anti-interventionism, produces a natural resistance to economically orthodox policies from the political left and from organised labour –and this creates a profound problem of sequencing. Sensible

monetary, fiscal and structural policies are much more likely to be successful if they are implemented in a coherent and logical sequence. For example, labour market deregulation reduces consumer demand and is much more likely to be acceptable politically and successful economically if implemented alongside expansionary fiscal and monetary policies –or better still *after* expansionary demand policies have started to reduce unemployment. This is the combination of monetary, fiscal and structural policies that they call the “three arrows” in Japan”.

But if market fundamentalist ideology prevents monetary and fiscal policies that create more demand or redistribution, then left-wing resistance to structural reforms increases. Conversely, if left-wing resistance makes structural reforms impossible, the right-wing opposition to expansionary demand management and redistribution intensifies. The question is now whether these sets of policies can be combined together, and here my last sentence is a hopeful one, particularly perhaps here in France. Maybe this combination of right-wing labour deregulation policy with leftwing macroeconomic and redistribution policies could actually now begin to be implemented, right here in France. Perhaps what we need is not just macroeconomics, but Macron-economics.

LA PAROLE AUX ÉTUDIANTS — Simon Hatuna, Université Aix-Marseille. Dans un contexte d'épuisement des ressources naturelles et de numérisation de l'économie, il semble évident que nous sommes à l'aube d'une troisième révolution industrielle, qui sera sans doute accompagnée d'un déploiement de la robotisation dans de nombreux secteurs de l'économie, risquant de détruire de nombreux emplois. Ainsi, ma question est de savoir comment les politiques économiques peuvent accompagner et se servir de ce mouvement révolutionnaire pour lutter contre le chômage, tout en préservant

les relations humaines, le capital humain et sans pour autant, freiner la croissance des entreprises ?

DEAN BAKER — I will take a first stab at that. First of all, I agree about the problem of resources. Global warming is very real, unlike what our president says. Regarding the issue of robotisation, I have had a lot of fun with people in the US on this, because the reality is that productivity growth has actually been very slow, the opposite problem in other words, and I would love to have the problem of very rapid productivity growth. We had very rapid productivity growth in years past, the long golden age, 1947 to 1973. Productivity growth in the US averaged over 3% in the US and it was more rapid in France. That was a period of high employment, low unemployment and very rapid wage growth. I do not see any issue. I think we have all the macroeconomic tools to maintain high levels of employment and rapid wage growth. We have to use them, and just to be clear, I do not think you could tell a story where no one ever loses their job. That will happen, but the important point is that, we have an economy that could absorb that job loss, which is a macroeconomic story, and ideally having some mechanism where we do have support for the people who lose their jobs and retraining. France does not do that perfectly, but it does it an awful lot better than the US. However, I would love to have that problem — we do not have it today.

ANNE-SYLVAIN CHASSANY — Le système français de formation n'est-il pas idéalisé ? La robotisation va d'abord commencer par détruire des emplois, n'est-ce pas ?

RÉMY WEBER — Il y a effectivement une part de destruction d'emplois. En même temps, nous travaillons fortement à intégrer la robotisation pour permettre à l'ensemble de nos forces commerciales, d'avoir de meilleurs points d'appui pour

mieux utiliser leur relationnel. Ce n'est pas incompatible, ce sont simplement de nouvelles façons de se comporter et d'évoluer. Différentes options permettent aux gens d'acquérir des savoirs pour être dans le job d'après. Dans la gestion patrimoniale, les forces commerciales par exemple, peuvent être extrêmement aidées par un ensemble d'outils, des *robot advisers*, que nous sommes en train d'implanter. On ne peut pas ignorer cette évolution. Dans les métiers de réception au téléphone, 14 000 personnes sont dans des centres financiers distants, avec beaucoup de liens téléphoniques. L'installation de l'intelligence artificielle dans le dispositif détruit un certain nombre d'emplois qui, aujourd'hui, sont occupés par des femmes et des hommes, pour lesquels nous devons créer les métiers d'après.

ANATOLE KALETSKY — I would just like to make a small remark, not about the numbers of jobs that are created or lost by robotisation but the kind of jobs. I am not sure that mechanisation destroys jobs in the aggregate, but it does change the nature of jobs. And this is an interesting distinction between the Anglo-Saxon economies, where we now have pretty much full employment despite the crisis, and the economies particularly like France and Italy, where you have very high levels of unemployment.

One of the reasons that we have full employment in Britain and the US is that we have accepted very rapid turnover in jobs, and embraced the kind of jobs that in France, Italy and Spain are considered as inferior and second-class because they are "insecure". Insecure jobs are now the normal forms of employment in the Anglo-Saxon world. Everybody in the Anglo-Saxon world, effectively, is on a temporary contract, from the cleaners or café workers who may be replaced by robotization to the bankers earning millions of dollars a year. Perhaps this sounds like a very reactionary or market-fundamentalist view, but in my view people should recognize

that as technology advances, lifelong jobs that are still considered to be the superior jobs in much of Europe will actually be inferior jobs because they depend on resistance to change. The best jobs will be the ones on temporary contracts that embrace technological progress.

BERTRAND JACQUILLAT — L'anxiété que soulevait Simon face aux robots et donc au progrès technologique est une vieille histoire. Dans *L'Économie du bien commun*, notre prix Nobel, Jean Tirole fait référence, comme beaucoup d'autres, aux luddites, en Grande-Bretagne au début du XIX^e siècle. Les luddites étaient ces ouvriers qui détruisaient les nouvelles machines à tisser parce qu'elles leur prenaient leur job. On ne va pas contre le progrès. D'ailleurs, on constate que les pays qui ont le taux d'utilisation des robots le plus élevé ont la croissance économique la plus forte ; il n'y a pas d'antinomie apparente. Je n'aime pas ces relations de cause à effet, mais il y a une corrélation évidente entre croissance économique et taux d'utilisation des robots. Cela dit, même si on ne peut pas lutter contre ces mutations, il faut, bien entendu favoriser la transition. Comme en Allemagne, par exemple, qui a favorisé l'apprentissage avec un système simple et souple, en cessant d'empiler les dispositifs comme en France, ou qui a donné, comme en Grande-Bretagne ou aux Pays-Bas, une formation aux jeunes décrocheurs. En France, ils sont 140 000 qui sortent du système éducatif sans diplôme ni qualification. À l'inverse, il ne faut pas lutter contre cette technologisation de l'économie. Je reprends une idée d'Olivier Blanchard et de Jean Tirole qui dès 2003, voulaient appliquer une taxe sur les licenciements selon le vieux principe du pollueur payeur. Une telle taxe existe aux États-Unis ; elle est fonction du nombre de licenciements et de la durée de chômage des salariés licenciés, mais cette mesure, ajoutait Tirole, doit s'accompagner d'un assouplissement du droit du licenciement pour limiter les

freins à l'embauche. Autrement dit, il ne faut pas lutter contre les robots qui permettent d'améliorer la productivité. Mais il faut faciliter les transitions par la formation.

ADAIR TURNER — It is clearly the case in the long run that prosperity comes from productivity growth, and in the long run everybody probably benefits from productivity growth, but economic history tells us that the long run is very long –indeed, it may be several decades. There is work by economic historians looking at the early stages of British industrialisation which suggest that all the way from about 1800 to 1840, although there were very significant technological breakthroughs, the real wages of the ordinary unskilled worker stagnated or actually fell, and that all of the benefits of that increasing productivity went to a small number of skilled workers and to owners of capital.

Bertrand mentioned the people who used to smash up machines, called Luddites, named after a man called Ned Ludd, who are often seen as irrational, but what they were doing was perfectly rational, because although new jobs were created – there were more jobs in 1840 than in 1800 – the real wage for a factory worker was very significantly less than the real wage of a hand loom weaver. It turned around in the late 19th century, and there were very significant increases in wage rates across the British economy, and what this seems to tell us is that there are different waves of technology which have different specific factors, the substitutability of capital and labour and of different categories of labour, which for quite long periods can have different distributional consequences.

I happen to be convinced that we are in the course of a very major wave of the acceleration of robotisation and automation, and what may be going on is that we have incredibly rapid productivity growth in some specific sectors of the economy, and we are about to see it in some new sectors such as retailing, but for a variety of reasons at the moment, the labour freed up

from that either, in France, tends to be not employed, or, in the US and UK, finds jobs but finds them in really quite marginal and low-productivity activity. That to me is the resolution of this issue of why we have this talk about a technological revolution but these low productivity figures. It is the issue of where these jobs are being created.

You can always create new jobs in a highly flexible labour market like the US and the UK, but they may be really quite marginal jobs, which only exist because of very low wage rates. Therefore, I am worried that there is something about technology at the moment, not that makes it impossible for us to have full employment, but makes it very difficult for us to have full employment without an increase in inequality. We will have to accept in that environment a greater degree of overt redistribution than we have had in the past, because we do not have the option of what the British Government did from 1800 to 1840, which was broadly speaking to have cavalry with swords knock down anybody who protested against the fall in real wages. What you have to do in a democracy, thank God, from what you can do in an aristocratic oligarchy.

QUESTION DU PUBLIC — C'est une question pour Dean Baker, à propos des brevets et des droits d'auteur. Que pense-t-il de l'initiative des GAFA, auprès de l'administration d'Obama, concernant la diminution du pouvoir des brevets et ne pense-t-il pas que cette diminution du pouvoir des brevets, du copyright, est justement un frein à l'innovation et la porte ouverte à des systèmes propriétaires fermés ?

DEAN BAKER — I am not sure I fully understand the question, but I will do my best to answer. The current patent system is an enormous obstacle to innovation —that is what I was saying. It is actually associated with slower productivity growth. I do not think the data are conclusive on that but they

point in that direction, and there are a lot of ways in which you could think that could slow growth.

Firstly, I often make the comparison of patents to trade protection. Were I to say we should have a 20% tariff on steel – our President might be saying that today – every economist would jump up and down and yell and say how stupid that is. We have some drugs in the US that sell for USD 300 000 for a year's dosage, and you could get the generic version in India for maybe USD 300 – that is a tariff of 100 000%. That is the same thing. The market does not care that you called it a patent. It is the same thing. It leads to all sorts of corruption, all sorts of inefficiency, and it is supposed to provide an incentive to innovate. What sort of innovation will you do? A lot of innovation done by the drug companies is to try to innovate around someone else's patent. That makes sense in a world where you are charging USD 300 000 for the drug, and if you get a competitor and they produce a drug that is pretty much as good and sell it for USD 150, that is competition, it lowers the price. However, if these are being sold at a generic price, if they are selling for USD 300, no one would undertake that, and that is probably a waste. I will not say it is always a waste – I always have people who are more expert in medicine than I am say that oftentimes the second one is better than the first. That is true, but if you were sitting there and allocating money for research, would you allocate it to develop the second, third or fourth drug which is already an effective treatment, or would you allocate it to developing drugs where there is no effective treatment?

That is enormously wasteful. I could go on about patent law. It is a major growing area. Regarding Apple and Samsung, every time they came out with their new phone, the other one would run into court with patent suits. What an incredible waste – they are competing on patent suits rather than developing a better product. Therefore, it is an enormous impediment. We could do

much better, and the case is clearest in drugs, but in general, shorter and weaker patent protection, and for that matter copyright protection or alternatives, would be a much better way to go.

Let me make a couple of further points, jumping back to the whole issue of inequality. Technology would not be leading to inequality in the way it does if we had weaker patents, and I will give you a great example, —showing my age,— when they developed hand calculators, they were really expensive. This was in the early or mid-1970s, and the big calculators were big, clunky things. They cost maybe USD 800, at a time when USD 800 meant something, but in a few years you could get them in cereal boxes, and if all technology had that character, for a couple of hundred Euro you could have a robot that mowed your lawn, did your laundry, cooked your food —it would be an enormous improvement in living standards. It would not be generating inequality. Therefore, these are very much linked. We have to think about that more seriously.

LA PAROLE AUX ÉTUDIANTS — Simon Freyburger, ENSAE ParisTech. Plutôt que de dire qu'on a épuisé les politiques économiques, ne faudrait-il pas dire que les objectifs que nous nous fixons sont complètement chimériques ? On demande une croissance de 2-3 % sur le long terme ; cela veut dire augmenter le PIB chaque année de 2-3 %, c'est-à-dire le multiplier par 1,03. Avec une population qui stagne, cela équivaut à multiplier la productivité de manière exponentielle chaque année. N'est-ce pas chimérique ? Est-ce qu'on ne pourrait pas s'arranger pour avoir plutôt un modèle sans croissance ?

Deuxième remarque. Pourquoi faut-il absolument passer par les entreprises ? Aujourd'hui, on a le CICE, on a le pacte de responsabilité, on favorise l'emploi via les entreprises. Pourtant, les résultats ne sont pas exactement au rendez-vous, et, pour reprendre la notion de thermodynamique, on aurait beau-

coup moins de frictions, si on employait directement les gens, plutôt que de passer par une entreprise qui va éventuellement employer ces personnes sous condition ?

NICOLAS MOREAU — D'abord, on ne décide pas la croissance, on la constate. C'est un *output*, c'est un résultat. On ne peut pas dire que la population mondiale stagne, elle augmente. Il y a des pays comme l'Allemagne ou le Japon, où la population diminue, il y a des pays comme l'Inde ou un certain nombre de pays émergents, où la population croît fortement. Et il y a des différentiels de croissance en fonction, justement, de ces impacts démographiques et de la capacité du tissu industriel à créer cette croissance ou non. La croissance est un résultat, souvent d'innovation et de mouvements démographiques, un *mix* des deux. Le monde évolue, les technologies sont là mais il y a aussi des nouveaux besoins qui s'expriment dans des pays comme le Japon, l'Allemagne, ou la France ; les gens vivent beaucoup plus longtemps, il faut s'en occuper, donc créer des emplois. Ce sont aussi des métiers de croissance. On voit un déplacement de la production vers le service. Les nouvelles technologies changent aussi la structure de l'emploi et le rapport à l'emploi. La situation du chômage en France ou en Espagne, est assez spécifique. De nombreux pays sont en plein emploi, que ce soit l'Angleterre, les États-Unis, l'Allemagne, avec des régimes sociaux, des lois, des rigidités, très différents d'un pays à l'autre. Le rapport à l'emploi, à l'entreprise, va évoluer, du fait des nouvelles technologies. Beaucoup d'emplois seront des contrats de projet. C'est ce qui va être mis en place bientôt en France, parce que des projets ne se constituent pas forcément autour d'entreprises ; cela peut être autour d'associations, pour mettre au point un projet particulier et la mobilité va devenir essentielle. Nous n'aurons pas forcément dans le futur les emplois que nous avons pu avoir sur les trente dernières années, en tout cas pas sous la même forme.

COMMENT IMMUNISER LES ÉCONOMIES CONTRE LES CRISES ?

3

COORDINATION	J.-M. Charpin (<i>Cercle des économistes</i>)
CONTRIBUTIONS	B. Angles (<i>Crédit Suisse France</i>) Cl. Buch (<i>Deutsche Bundesbank</i>) N. Hayat (<i>Autorité Marocaine du Marché et des Capitaux</i>) A. Prat-Gay (<i>Ancien ministre des Finances, Argentine</i>) P. Tucker (<i>Systemic Risk Council</i>) Fr. Mallet (<i>Kepler Chevreux</i>)
MODÉRATION	S. Fay (<i>L'Obs</i>)

JEAN-MICHEL CHARPIN — Début août 2007, BNP Paribas annonçait qu'elle renonçait à assurer la liquidité de trois fonds. Tout le monde a compris à ce moment-là qu'il se passait des choses graves. Le fait que BNP Paribas, considérée comme une banque prudente, sérieuse, renonce à assurer la liquidité de plusieurs fonds a été pris, à juste titre, comme un signe de crise grave. La crise, qui a donc démarré en 2007 d'abord aux États-Unis et s'est ensuite propagée à la zone euro, a provoqué des dégâts très importants. Ces dégâts ont touché, surtout aux États-Unis, et dès le début, les ménages américains, le système financier américain — on se souvient de la faillite de Lehman Brothers — les entreprises et même les États, notamment dans la phase européenne avec la situation de la Grèce. Les interactions dangereuses qui ont été mises à jour à l'occa-

sion de ces crises financières doivent conduire aujourd'hui à réfléchir pour essayer d'éviter une nouvelle crise équivalente.

Je souhaiterais faire trois remarques. Premièrement, même si c'était possible, il ne serait pas souhaitable d'éradiquer complètement le risque financier, parce qu'on éradiquerait en même temps les initiatives, le dynamisme, on éradiquerait la vie. Personne ne souhaite que s'instaure une paix des cimetières où la tranquillité serait achetée au prix de la stagnation des niveaux de vie.

Deuxièmement, les gouvernements, les banques centrales et les organisations internationales se sont rendu compte lors de la crise financière, que l'organisation des circuits financiers avait négligé ou sous-estimé un certain nombre de risques de grande ampleur. Ils ont donc pris des initiatives pour limiter ces risques, en agissant à différents niveaux pour réduire les zones opaques, mieux encadrer les risques individuels et systémiques et durcir les réglementations prudentielles. On peut toujours penser que ces initiatives ont été trop limitées et qu'on aurait pu en faire plus. Il faut être conscient que ce qui a été fait, l'a été dans une ambiance critique. Dès la crise passée, beaucoup d'acteurs financiers ont semblé oublier l'ampleur et la gravité des événements que la finance mondiale venait de traverser.

Troisièmement, les politiques monétaires ont été très actives en recourant, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe, à des méthodes non conventionnelles consistant à des achats de titres de taux de différentes natures. Ces politiques ont considérablement augmenté les bilans des banques centrales et ont infléchi un peu les tendances de l'inflation et de la masse monétaire. C'est une phase qui se trouve maintenant un peu derrière nous. Il va probablement falloir revenir maintenant à des politiques monétaires plus conventionnelles avec la difficulté d'ailleurs que pose le rééquilibrage des bilans des banques centrales.

Reste que se pose encore un certain nombre de questions. Premièrement, les prémices des prochaines crises sont-elles déjà apparentes ? Et si oui, où ? Dans les pays développés ? Aux États-Unis – avec leur nouvelle politique économique ? En Chine ? Dans les pays émergents ? Les niveaux d'endettement public et privé préparent-ils des accidents ? Le décalage croissant entre la lenteur des gains de productivité et la vigueur des innovations techniques est-il préoccupant ? Plusieurs raisons sont envisagées dans la littérature économique pour expliquer cet écart croissant, une raison possible serait des investissements sans rendements, effectivement inquiétants pour l'avenir.

Deuxièmement, a-t-on été assez loin dans la reprise en main d'un certain nombre d'activités financières et dans leur exposition à la transparence ? La montée des FinTech, qui commencent à jouer un rôle non négligeable, ne s'affranchit-elle pas des disciplines normalement nécessaires en situation d'asymétrie d'information ? En sens inverse, a-t-on trop durci certaines réglementations, notamment les réglementations prudentielles, au risque de brider les initiatives ? Les acteurs ont-ils bien fait leur travail, leur *homework*, dirait-on en anglais, pour favoriser la sortie de crise et certains ont-ils introduit en même temps les germes de la future crise ?

SOPHIE FAY — Claudia Buch, vous êtes vice-présidente de la Deutsche Bundesbank depuis mai 2014. Vous êtes un des régulateurs au cœur du problème, chargé de mettre en place des instruments pour justement prévenir ou du moins minimiser les crises.

CLAUDIA BUCH — It is a pleasure to be here again – it is actually my second time in Aix for *Les Rencontres*. I talked about similar events a couple of years ago, but in a different capacity. Most central banks now have an explicit mandate for financial stability, so I am here to talk not only from the point of

view of monetary policy but also particularly from the point of view of the financial stability mandate.

Part of the reason we have this new mandate has been mentioned already. Financial crises are extremely costly in terms of the output lost—in many countries, we are still below the levels of output before the crisis, which may have been exaggerated. Social costs are high: unemployment in Europe is still much higher than before the crisis, particularly youth unemployment; and these are all long-term consequences of the crisis. Borrowing per se is not bad, it is part of what keeps the economy and the financial system going. But we have elevated debt levels—actually, I would say excessive levels of debt—in many regions of the world. Therefore, we know that financial crises are costly along a lot of dimensions. The question we have to ask ourselves is not how to eliminate risk from the financial system, because in a static system where there is no crisis and no volatility on markets, there is also no growth. But the challenge is how we can balance growth and stability and ensure that fluctuations on financial markets do not become excessive and threaten the functioning of the real economy. Therefore, the question we have to ask ourselves is how we can make sure that the financial system, which is a service sector, provides its service to the real economy.

When you look at what was done after the crisis, a major lesson has been learned. The major lesson is that higher capital in the financial system makes individual institutions more stable and also mitigates propagation mechanisms so that, if a small shock hits the system, this does not affect the rest of the economy. Much has been done, and the details of the regulations are complicated, but the major lesson that has been learned is that higher capital makes the system more stable and makes the individual institutions more stable. The most important issue on the agenda now is to actually implement the reforms, because we have agreed on a number of reforms

but not all have been fully implemented. There have been transition periods, and that leads me to my second point.

When we want to assess the effectiveness of the reforms, we have to allow the system to adjust to the reforms. Some of the implementation is still pending, and it is important, when we do a proper cost-benefit analysis of financial sector reforms, not only to look at the short-term cost but also at the long-term benefits. This is a much more difficult question because it involves asking whether crises are less likely or less devastating. These are important but also complicated questions and we probably cannot fully quantify the answers to them.

There is a positive message coming from the G20 process, which is that the Financial Stability Board, has proposed a framework for the evaluation of post-crisis financial sector reforms. The aim of this project is to do exactly what I just mentioned, namely to look at the effects of the reforms and the potential unintended consequences in a comprehensive manner across the globe in a cooperation between standard-setters and central banks. This is a very good project that we should all support, because in the end it will give us the answer to the question as to what the effects of the reforms have been.

We also have a very good project in Europe, the Capital Markets Union, which is a complementary project to the international reform agenda. It is potentially contributing, if we implement it right, to improving the functioning of the financial system for the real economy.

I could try to answer some of your questions when it comes to early warning and where we see the risks. Being in charge of financial stability in the Bundesbank, I can tell you where we see issues coming up and what we also flagged in our financial stability report last year, so I will just give you a couple of broad issues there.

Interest rates are low not only because of monetary policy but also because of the economic environment. The most

important issue that we are looking at right now is the extent to which low interest rates contribute to risk-taking incentives. We know that the longer the period during which interest rates are low, the higher are risk-taking incentives, because there is a search for yield going on. We also know that a lot of valuations would change if interest rates started changing.

More specifically, we closely watch the real estate market in Germany, because overvalued real estate prices might lead to risks to financial stability. We do not see immediate risks now because there is not that much borrowing going on, so it is not a credit-financed increase in prices.

An additional factor that is also related to interest rates is that the German banks have a very high exposure to interest rate risk which comes from their maturity transformation. Maturity transformation is quite a normal thing, but we also watch this very closely to see whether any risks to the system are emerging from common exposures.

SOPHIE FAY — Les banques semblent plus solides avec les nouvelles réglementations mises en œuvre. Bruno Angles, vous qui êtes responsable de Crédit Suisse pour la France et la Belgique, trouvez-vous qu'aujourd'hui nous sommes arrivés au bon point d'équilibre ou est-ce que nous sommes allés un peu trop loin ?

BRUNO ANGLES — Avant de vous répondre, je voudrais commencer par trois remarques liminaires. Premièrement, vous connaissez les deux points communs entre les journalistes, les politiques et les banquiers : ce sont probablement les trois professions les plus détestées au monde, mais si elles n'existaient pas, il faudrait les réinventer toutes les trois. Deuxième remarque, l'ancien Président de la République avait coutume de dire que la finance n'avait pas de visage. Je pense que c'est faux, il suffit de regarder le public

pour trouver une multitude de visages sympathiques de la finance. Troisième remarque, nous avons évidemment besoin de régulateurs et je dirai même que les régulateurs peuvent devenir dans certains cas un avantage compétitif. Je prends un exemple, dans le contexte du Brexit, l'AMF¹ et l'ACPR² ont fait un travail absolument remarquable en mettant en place de façon assez inattendue des procédures de *fast track* pour donner des agréments, et les gens qui ont à prendre des décisions post-Brexit l'ont vécu comme un élément important de leur décision. La régulation est donc évidemment nécessaire et dans un certain cas, elle peut être très positive.

Cela dit, je pense qu'effectivement la régulation, comme les langues d'Ésope, peut représenter la meilleure et la pire des choses, même avec les meilleures intentions. Bien sûr, il faut de la régulation et nous pouvons constater que, pour répondre aux faiblesses qui avaient été identifiées lors des précédentes crises, notamment en 2008, la réglementation a évolué de façon extensible et dans un délai, au fond, assez court. Nous avons plus de quarante textes qui sont venus compléter le cadre réglementaire pour répondre à la crise financière de 2008 ; les exigences en fonds propres par exemple ont été considérablement renforcées, et je pense que c'est effectivement une bonne chose. Les banques françaises ont accumulé 100 milliards d'euros de capital supplémentaire et au niveau mondial, les exigences en capital des plus grandes banques ont augmenté d'un facteur 10. Par ailleurs, les mécanismes de résolution européens, que ce soit la directive BRRD³, le Conseil de résolution unique, le Fonds de résolution unique, permettent d'apporter des éléments de réponse à la problématique du *too big to fail*. Tout cela est complété, pour

1. Autorité des marchés financiers.

2. Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution.

3. *Bank Recovery and Resolution Directive*.

faire face à de nouvelles difficultés, par exemple par le *Total Lost Absorbing Capacity (TLAC)* qui a vocation à être transposé rapidement en droit européen. Au-delà, les banques, sous l'incitation des régulateurs, ont considérablement renforcé leurs fonds propres, et ceux qui le vivent de l'intérieur le vivent tous les jours.

Auparavant, j'étais investisseur chez Macquarie Group. C'est une banque australienne qui a une activité bancaire et une activité non bancaire dans les fonds. J'étais dans la partie fonds et je pensais connaître la régulation. Quand je suis arrivé chez Crédit Suisse, j'ai été frappé du niveau considérable de régulation supplémentaire : la régulation bancaire est plus forte que celle qui s'applique, par exemple, aux fonds d'investissement. Tout cela a de fait permis, depuis 2008 en tout cas, d'assurer la stabilité financière dans l'Union européenne. La question est de savoir s'il y a un revers de la médaille. Il y en a, le principal étant l'incertitude qui pèse sur les évolutions possibles de la réglementation parce que cela pèse significativement sur les banques et cela pèse, *in fine*, sur l'économie réelle. Par ailleurs, il peut y avoir, ici ou là, encore une fois avec les meilleures intentions du monde, des effets pervers de telles ou telles dispositions de la régulation qu'il faut savoir détecter.

On note parfois des contradictions compliquées à gérer à la fois pour les opérateurs et pour les gens qui veulent investir dans les opérateurs que nous sommes. On a d'un côté le G20 et le Conseil européen pour les affaires économiques et financières (Ecofin) qui se sont engagés à ne plus augmenter les exigences en fonds propres. Et si je partage tout à fait le point de vue qu'il était nécessaire d'augmenter les fonds propres, la question est de savoir s'il faut les augmenter encore. D'un côté le G20 et l'Ecofin nous disent qu'il ne faut plus les augmenter et de l'autre, le Comité de Bâle travaille à une réforme significative sur les méthodologies de calcul des *Risk Weighted Assets (RWA)* qui pourrait conduire à les augmenter de 46 à 74 % pour

un certain nombre de banques, avec en plus probablement un traitement et des conséquences différentes entre les banques européennes et les banques américaines.

Pour un investisseur qui accepte les cash-flows qui lui sont présentés par les équipes de management des différentes banques, on constate que *de facto* il applique un taux d'actualisation qui intègre l'incertitude supplémentaire. Donc la question n'est pas seulement de savoir si la régulation en place est satisfaisante – et je n'ai pas grand chose à dire sur la régulation au-delà de mon commentaire général sur son ampleur – mais en revanche, le fait qu'il y ait une incertitude sur les couches possibles de régulations supplémentaires est un vrai souci qui pèse sur le cours de bourse des banques, sur leur bilan et donc *in fine* sur la capacité des banques à intervenir dans l'économie réelle.

D'autre part, pour citer un ou deux exemples, les exigences liées aux nouveaux ratios de liquidité, que ce soit le *liquidity coverage ratio* ou le *net stable funding ratio*, ont conduit à augmenter la détention d'obligations souveraines, ce qui a de fait réduit la part du bilan des banques disponible pour financer l'économie réelle.

Les mêmes réglementations engendrent généralement une réduction de la maturité des mêmes bilans, ce qui pénalise déjà lourdement les financements des projets d'infrastructures de long terme malgré, le support qui peut exister par ailleurs par des acteurs tels que la BEI. Ce point sur l'incertitude d'éventuelles tranches de régulations futures me conduit à faire une proposition un peu tranchée : oui c'est bien d'avoir régulé, mais maintenant que nous avons régulé, il faut se concentrer sur la mise en œuvre des régulations mises en place plutôt que de chercher à en inventer de nouvelles. Je pense donc qu'il serait approprié d'envisager au niveau du G20, un moratoire de cinq ans pour toute nouvelle régulation et de se focaliser sur la mise en œuvre des régulations existantes, sans retour en

arrière. Il y a une valeur à réguler tout comme il y a une valeur à avoir une stabilité de la régulation. Une bonne régulation est une régulation stable, c'est un peu comme pour les impôts. Les opérateurs économiques peuvent opérer à peu près dans n'importe quel système, mais l'incertitude et le facteur changeant sont très compliqués à gérer.

Quand j'étais beaucoup plus jeune, j'ai eu un rôle qui pouvait s'apparenter à un rôle de régulateur dans un domaine complètement différent qui était celui de la sécurité routière. J'étais au cabinet de Bernard Bosson et j'ai fait partie de ceux qui ont contribué à faire baisser assez significativement le taux d'alcoolémie autorisé au volant : de 0,8 à 0,7 g puis 0,5, dans les années 93-95. Nous avons assisté à un débat très intéressant autour du Premier ministre de l'époque, Édouard Balladur, avec des avis de ministres très contrastés sur la question de savoir s'il fallait ou non baisser le taux d'alcoolémie autorisé. On a certes réduit le nombre de morts sur les routes mais nous en avons toujours plusieurs milliers chaque année en France. On connaît le remède absolu: il suffirait d'interdire la circulation automobile pour qu'il n'y ait plus d'accidents de la route. Mais est-ce ce que nous voulons? La régulation est une affaire de curseur et la question est de savoir si nous avons mis le curseur au bon endroit. Mais une fois qu'on a placé le curseur à un endroit, il ne faut pas le changer tous les quatre matins.

SOPHIE FAY — Paul Tucker, vous faites partie du conseil de risques systématique aux côtés de personnalités comme Jean-Claude Trichet après avoir été sous-gouverneur de la banque d'Angleterre.

PAUL TUCKER — I remember extremely well the day in 2007 when the BNP funds suspended redemptions. It was a Thursday and it was a panicky day. What is not often commented on is that just five years before, two major banks, one continental

European, not French, for what it is worth, and one American, were not far from failing—or so I believe. That is almost never commented on, and I had not initially intended to mention it, but do so only because, when you ask the question whether there will be a crisis in a year, five years or 10 years, I am sure that there will be another crisis. I do not know when, but I am confident that if it comes within the biological lifetime of those of us on the panel, not the younger students here, to whom I wish a long and successful life, this will be a calamitous event for our way of life, for republican democracy and for liberal values.

We are still suffering the consequences of the deeply-flawed regulatory system that led to the depth of the crisis in late 2008 and 2009. Should a crisis come within the next five or 10 years, it will be in circumstances where incomes will have been flattish for more than a quarter of a century, where people on middle incomes, let alone the poor, have reduced prospects compared to my generation and the generation before me, and so we could not expect the political response from the people to be at all friendly.

Therefore, the stakes are very high indeed, and I say that because I have no sense that the banking industry and the people around it grasp that at all. I do not mean individual bankers; there will be some individual bankers on both sides of the Atlantic who get it and care. But in general there is a sense abroad amongst the financial services industry that things have returned to normal, or at least are doing so ; that everything is, and will be, okay. I do not see it like that. Interest rates on both sides of the Atlantic are zero or near-zero, and set to remain so for a long time. That signals that we remain in a crisis, but a crisis that is not an emergency. The economic costs of the last crisis have, in short, been absolutely gigantic. And, as I have said before, I think we are only a third or halfway through the period of adjustment. Of course, things are better in some respects. There is no doubt that the core of the system, the

banking industry, carries more equity and so is more resilient. But in other respects things are worse. A few of you put up your hands indicating that you believe that there will be a crisis in the next year or the next two years. Imagine that happens. There will be no reducing interest rates from 5% to 0% to cushion the blow, as we did in early 2009 – that is impossible, because interest rates will not be anything like 5% in a year's time. They may still be zero in the Euro area. Mario is still defending extending monetary stimulus.

The other thing that is worse than in 2007 –and if your countryman Jean-Claude Trichet were here I am confident he would make this point– is that the amount of debt in the world relative to global income is higher than it was in 2007. So, to the extent that we have generated recovery over the past 10 years, it has been, to a significant degree, by incurring more debt, partly stimulated by monetary policy easing, of which I was a 'perpetrator' and remain proud.

The other thing I would say, regarding the idea of a regulatory-reform moratorium, and I will be delicate here, is that at the very least those of you in office will have to complete the program that is underway. Let me give you two examples. First, there are entities called central counterparties, clearing houses; it does not matter much for everyone here what they are, as it is enough to say that they have become hugely more important to the financial system. Banks became too big to fail by accident –no one set out to make banks too big to fail– it just happened. These clearing houses are too important to fail by mandate, by political choice. The Pittsburgh and London summits, the equivalent of the G20 summit going on as we meet here, endorsed that in the middle of 2009. And yet, even now, eight years after those summits, there is no plan for how to handle the failure of a CCP.

Another symptom of continuing malaise or need for reform is the penumbra of the financial system, just one step away from

the core. The current crisis began, as we noted, with the BNP funds. It then spread to the US, and in the US it was originally non-banks which were in trouble. This shadow banking system, as it is known, is hugely bigger across the world as a whole now. Some of it is safe –terrific– but some of it will not be safe, and it cannot be made safe by relabelling it “market-based finance”. The question is about where the inherent fragility of banking is replicate outside banking, through leverage and/or liquidity mismatches. On this, there is no general policy for dealing with shadow banking.

Meanwhile, on the other side of the Atlantic there is a debate about not only halting progress but rolling it back. It seems that some of those people are prepared –maybe even want– to take a gamble with democracy, because they do not like our way of life. I implore those of you in the industry to lean against this. That is what you should do, but it is also in your longer-run interests, because you will be amongst the big losers if the people turn against us because we let them down again.

SOPHIE FAY — Nezha Hayat, en tant que présidente de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux, êtes-vous d'accord avec Paul Tucker sur le fait qu'on ne puisse jamais complètement s'immuniser contre les crises ?

NEZHA HAYAT — Au moment de la crise, le Maroc a été relativement épargné, ce qui ne veut pas dire qu'il n'a pas été affecté. Pour ceux qui ne connaîtraient pas bien l'économie marocaine, je rappellerai que le Maroc a fait, depuis les années 90, le choix d'une économie ouverte sur le monde et a entrepris de nombreuses réformes structurelles pour renforcer la résilience de son économie. Grâce à un certain nombre de ces réformes, lorsque la crise est arrivée, nous avons des indicateurs forts de stabilité macroéconomique avec une inflation maîtrisée et un déficit budgétaire contenu. Nous connaissons,

depuis un certain nombre d'années, un taux de croissance soutenu, au-delà de 5 %, porté surtout par la demande intérieure et les investissements publics. À côté, nous avons un système financier très solide et un secteur bancaire fortement supervisé. La supervision s'est toujours faite aux meilleurs standards internationaux et, même si nous sommes un pays émergent, nous avons toujours été de très bons élèves au niveau de la régulation et cela aussi nous a sauvés. Par ailleurs, le secteur bancaire avait faiblement recours au marché international. Actuellement, le marché des capitaux que je régle aujourd'hui est nourri majoritairement par des investisseurs et des épargnants locaux.

SOPHIE FAY — Pensez-vous que nous sommes assez organisés pour prévenir une nouvelle crise ? Hyman Minsky⁴ disait que la stabilité nourrit l'instabilité, et que finalement, à force de se prémunir contre tout, on encourage les crises ? Est-ce que vous sentez qu'on court ce risque aujourd'hui ?

NEZHA HAYAT — Aujourd'hui, s'il devait y avoir une autre crise financière, il faudrait que les économies soient solides. Une économie qui a été résiliente face aux crises financières et aux crises économiques doit continuer à chercher à l'intérieur de son pays d'autres solutions de développement et être moins vulnérable à la dépendance, ce qui est le cas du Maroc aujourd'hui. C'est ce qui explique toutes les mesures pour améliorer sa compétitivité industrielle, aller chercher d'autres marchés dans le cadre de la diversification, et se tourner vers l'Afrique.

SOPHIE FAY — Les uns pensent que plus de régulation pourrait nuire aux financements des projets, les autres mettent en garde contre les dangers d'une nouvelle catastrophe...

4. Économiste américain, 1909-1996.

Alfonso Prat-Gay, vous qui avez été ministre des finances et du budget en Argentine, comment vous situez-vous entre ces deux positions ?

ALFONSO PRAT-GAY — I will stick to that question with one little anecdote before we get into the story. I was Governor of the Central Bank of Argentina 15 years ago, and back then in 2003, picking up on what Paul Tucker said, when I took office, after a few months, looking at the reserve allocation of our central bank, I found that around 20% of our assets were invested in Fannie Mae and Freddie Mac. So I called the reserve manager and said I wanted to get rid of this stuff. He said, “Why would you? It gives you an additional return and it has the same guarantee, because it is almost like US Treasury paper.” I said, “Do you know what? I do not want to be sitting in this chair when we have to test the hypothesis of whether Freddie and Fannie are the same as the US Treasury.”

That was four or five years before the crisis. My point is that, even in remote places like Argentina, you can spot things coming. Coming back to the current situation, I have to agree with Paul again: there is a lot of complacency about what has been done and a lot of ignorance about what is left to be done and has not actually been done, and in many ways, in spite of the fact that we have more regulation now and regulators, are wiser or more on the ball, from a macro point of view we are probably worse off than we were in 2007 or 2008.

Regarding real estate prices in the US, looking at the Case-Shiller Index, it is almost there; it is back to the very peak that created the problems in the first place. There is some room to go elsewhere. Regarding moral hazard and the problem of “too-big-to-fail”, we are seeing it everywhere —including outside of the banking system, and we are also seeing it inside of the banking system in Europe with what just happened in Italy a couple of weeks ago, something that we should reflect upon

more seriously. The idea that if you are not big enough someone will come and bail you out is ethically unwarranted, it is almost exclusively dedicated to the banking system –the idea that if you make a big mistake you do not have to worry because someone will come in and bail you out. We should change that.

The other thing is that, so far, most of the measures, particularly on the macro front, have been geared towards alleviating the symptoms of the problem, but very little progress has been made around the causes of the problem. The flipside of that thought is that debt levels, both public and private, are higher than any time over the last 200 years. Not even after the great wars did debt levels go this high.

Therefore I believe that we might be getting close to a Minsky moment, as was mentioned before. I am just as worried as Paul about the broader implications of that, and I will say a little about what that meant for countries like Argentina, because in a way we have a PhD in crisis –over the last 40 years we have had seven or eight crises like this– and the great thing about this administration, which I took part in until recently, is that we avoided an unavoidable crisis.

SOPHIE FAY — François Mallet, chez Kepler Chevreux êtes-vous plutôt du côté des financiers conscients ou de ceux qui continuent à danser sur le volcan ?

FRANÇOIS MALLET — Nous sommes partis sur un discours extrêmement inquiétant. Nous ne parlons que des niveaux de dettes; c'est vrai qu'ils sont préoccupants; nous parlons d'une crise qui va revenir: on a déjà souffert de la première, génial on va en avoir une autre ! Une crise a parfois aussi des effets bénéfiques, tous les secteurs sont obligés de se poser des questions. Dans le domaine industriel, très régulièrement, on constate des situations d'offre et de demande qui entraînent des concentrations, des restructurations des

secteurs. Effectivement, c'est un moment très dur mais qui en général génère ensuite une croissance sur des nouveaux produits. Pour être plus précis, je pense à la restructuration du secteur automobile. Il y a eu une crise sans précédent aux États-Unis, et la restructuration a été plus que pénible, mais *in fine* on a obtenu un rééquilibrage de l'offre et de la demande, on a assisté à une évolution vers de nouveaux produits. Aujourd'hui cette activité a repris globalement des rythmes de croissance impressionnants. Regardez le secteur de l'énergie, au moment où les prix du pétrole étaient élevés par exemple, les questions environnementales que nous nous posons ont créé des opportunités sur de nouvelles formes d'énergie. Arrêtons donc de ne voir que du négatif dans la crise : elle aide parfois à se poser de bonnes questions.

Je serai un peu plus critique à propos du secteur financier. Nous avons donné accès – et sans doute était-ce obligatoire compte tenu de la crise sans précédent que nous avons vécue – à de l'argent pas cher, c'est toujours le cas aujourd'hui, et cela a certainement conduit à des excès, à une « zombification » de l'économie. Autrement dit, à force de refinancer pas cher et de donner accès à des solutions extrêmement simples, nous maintenons en vie des institutions bancaires notamment, qui devraient avoir disparu. Je ne devrais pas donner d'exemples précis, mais je ne vais pas résister ! Nous avons assisté récemment à un refinancement d'une banque italienne⁵, je suis désolé de dire que ses problèmes datent de plus de dix ans, et tout le monde sait qu'elle ne devrait plus être là. Pourquoi la refinancer ? Est-ce qu'il y avait un risque systémique ? Je n'en suis pas totalement convaincu... Attention quand-même, à force de vouloir régler les problèmes, nous avons peut-être été un peu trop loin. Oui le niveau de dette reste extrêmement

⁵ Il s'agit de la *Banca Monte Paschi* que l'UE a refusé de renflouer, c'est donc le gouvernement italien qui a sauvé cet établissement bancaire le plus vieux d'Europe (XV^e siècle).

élevé dans le monde, peut-être que les banques centrales ont eu un rôle qui n'a pas été toujours très positif. Par ailleurs, s'agissant des banques centrales, je pense qu'une meilleure communication mondiale est souhaitable. On parle beaucoup de la BCE d'un côté, on parle bien sûr de la FED, de la Banque du Japon, pour ne pas parler de la Banque centrale en Chine, et on a parfois le sentiment que peut-être, une meilleure coordination, permettrait de mieux contrôler ou de mieux anticiper les crises. Elle ne les évitera pas, mais en tous les cas elle évitera qu'elles aient des conséquences comme celles que nous avons connues au cours de 2008-2009. Oui il faut faire très attention, oui on voit apparaître les prémices de nouvelles crises, mais je ne veux pas être totalement négatif : les crises ouvrent aussi des opportunités.

Dans le secteur des courtiers indépendants qui est le mien, nous avons eu des opportunités. Je vais être honnête, les difficultés des banques, le fait qu'elles se soient retirées de certains marchés, ont permis à des entreprises d'accéder au marché financier via des intermédiaires comme nous et de se refinancer de cette façon, sans impact sur les bilans bancaires, permettant à des agents indépendants qui ont aussi certaines compétences, de se développer. Ce n'est pas une mauvaise chose, cela n'augmente pas le risque global et cela donne l'accès à des entreprises notamment de taille moyenne, de se refinancer et c'est une des conséquences positives des crises. Mais attention à ne pas aller dans les excès.

Enfin, attention à trop de volatilité, parce que trop de volatilité signifie des primes de risque beaucoup plus importantes et *in fine*, pour les entreprises, des conditions de financement moins favorables, ce qui est évidemment un frein à la croissance. Inversement, une trop faible volatilité peut parfois amener à un niveau d'endettement qui augmente sans qu'on le voit, représentant à terme un risque systémique. Je sais que ce n'est pas facile mais idéalement il faudrait rester dans les

limites d'une volatilité gérable qui contente non seulement les financiers mais aussi les entreprises.

SOPHIE FAY — La *Banca dei Paschi di Siena*, que vous avez évoquée, a été créée au XV^e siècle. Vous imaginez donc pour les Italiens ce que cela pouvait représenter si elle avait disparu ?

FRANÇOIS MALLET — Je pense qu'à un moment précis, certaines banques, certes étrangères, étaient intéressées par la reprise de cette banque. À l'époque les autorités italiennes s'y sont opposées. C'était peut-être une bonne décision d'un point de vue très italien mais il faut voir le coût que cela représente aujourd'hui pour les contribuables italiens voire européens.

CLAUDIA BUCH — I cannot talk about Italian banks, let alone specific Italian banks. But I would like to return briefly to the bigger point that has been raised, that is, to what extent we need better coordination across central banks with regard to regulatory policy and financial stability. There is a lot of coordination going on, so we have a lot of international forums where we do exactly that coordination—in the Finance Track of the G20 and in the Financial Stability Board—these are all forums where we discuss this, but there are also national mandates for financial stability. Also, we do have coordination at the European level which is stronger than international coordination.

But it is also important to bear in mind that the decisions we take, particularly when it comes to financial regulations, can also interfere with the activities of the financial sector and the real economy, and they need democratic accountability. This is the balance we have to strike—we take measures that have an impact on the economy, so they need to be well justified and there needs to be accountability. Therefore, by and large, what

we are achieving in the G20 and in these international forums is very useful, and I wish the best of luck to the Argentinian presidency, which comes after ours next year.

FRANÇOIS MALLET — Nous n'avons pas parlé de la relation entre les banques centrales et les gouvernements. Comment envisagez-vous une coopération avec les gouvernements ? Imaginez-vous demain au niveau européen un gouvernement supra-national ?

CLAUDIA BUCH — It is clearly not a central bank mandate to think about taxes, and I do not want to make statements about the desirability of different fiscal institutions in Europe. Our mandate is narrowly defined, and that also means that we cannot decide on these issues. However, generally speaking, the regulations we are talking about require political decisions by governments and parliaments. .

BRUNO ANGLES — Je voudrais rebondir sur plusieurs des choses intéressantes qui ont été dites et dire à Paul Tucker, au risque de le surprendre, que je suis à 200 % d'accord avec lui sur ce que seraient les conséquences d'une nouvelle crise majeure pour l'ensemble des acteurs et pour les banques elles-mêmes.

Au-delà de la question de la régulation, il y a celle de l'éthique qui est à mon avis un débat en soi et mériterait une autre table ronde. Si on regarde l'énergie dépensée depuis neuf ans, pour mettre en place des régulations nécessairement techniques et complexes, et en comparaison l'énergie déployée sur les sujets d'éthique, je pense qu'il y a une disproportion considérable. Je ne veux pas dire que rien n'a été fait en matière d'éthique et les banques, Crédit Suisse en premier, y travaillent beaucoup dans leurs programmes de formation des nouveaux arrivants, etc. Mais quand on regarde le poids de l'un et de l'autre, si nous

voulons vraiment faire des progrès considérables, il ne suffira pas d'avoir des couches supplémentaires de régulation, il faudra faire des progrès majeurs en matière d'éthique. Pour ceux que cela intéresse, je vous suggère la lecture du roman du banquier Bertrand Fitoussi⁶ qui relate les événements de 2007 à 2009 de façon très intéressante. C'est romancé mais on sent qu'il y a du vécu et il renvoie fondamentalement à cette question d'éthique.

Deuxième point je pense qu'il ne faut pas opposer les banquiers et les régulateurs. Je pense que les banquiers et les régulateurs, pour les raisons qui ont été évoquées, sont dans le même bateau. Ou bien nous arriverons à bon port ensemble, ou bien nous sombrerons ensemble. Il s'agit donc de voir comment nous pouvons avancer ensemble sur ces sujets.

Dernier point, il y a quelques années ici à Aix, Michel Barnier qui était à l'époque à la Commission européenne, avait tenu des propos énergiques sur le thème de la régulation qui ne faisait pas semblant « [...] parce que la crise, elle, n'a pas fait semblant. » Et il me semble que dans certains cas, malheureusement pour tout le monde, la régulation fait semblant. Quand j'étais chez Macquarie, sur un sujet de régulation assurantielle et non pas bancaire, il y avait un projet dans le cadre de Solvency II qui conduisait à mettre la même charge en capital pour les fonds d'infrastructures, les fonds de *private equity* et les *hedge funds*. Si vous êtes un assureur rationnel et qu'on vous met la même charge en capital avec des espoirs de retour très différents entre le fonds d'infrastructure, le *private equity* et les *hedge funds*, rationnellement vous devez aller vers le *hedge fund* et je ne suis pas sûr que ce soit ce que la régulation voulait. Donc quand la régulation se trompe, elle se dessert elle-même.

Je reviens à la question de l'éthique : face à des gens qui n'en ont pas, vous pourrez mettre en place toutes les régulations

6. *Crise et châtement*, éd. ScriNeo, septembre 2016.

que vous voudrez, ils passeront outre et créeront des risques qui se retourneront contre l'ensemble du système. Bien entendu, il faut de la régulation, et je plaide pour qu'elle soit stable dans le temps, c'est important pour les opérateurs eux-mêmes et pour leur capacité à être utile à l'économie dans son ensemble. C'était le sens de mon message quand je parlais de moratoire. Une régulation stable est nécessaire, mais je crois qu'une régulation qui ferait l'hypothèse que les hommes opèrent comme des robots et ferait l'impasse sur la nécessité de développer l'éthique, aurait toutes les chances d'échouer.

NEZHA HAYAT — Je viens d'un pays où le marché des capitaux n'est pas aussi développé que sur un marché mature et je me demande si l'un des défis du développement de ce marché des capitaux ne serait pas de le développer aussi pour financer l'économie réelle ? Je pense que les origines des crises tiennent au fait que certaines opérations financières et opérations sur le marché s'éloignent de la réalité de l'économie. Au-delà du sujet de l'éthique, la transparence de la communication financière est nécessaire. Est-ce que nous faisons tout ce qu'il faut pour expliquer et pour veiller à ce que les investisseurs aient vraiment toutes les informations nécessaires sur leurs produits et sur les risques qu'ils prennent ?

ALFONSO PRAT-GAY — Just briefly on the ethical point and the concern about how to bring it down to earth, this is a very important question, and we need to design new codes of conduct between the different participants of the financial system. I also think that, if you were one of the lucky too-big-to-fail banks which were rescued, you should be more humble, and you should be more careful. That would be my first thought. I will just give an example of that. There is a very big American investment bank that was rescued through another huge insurance institution that was about to fail during the crisis

that is now getting into a very dodgy financing of the Chavez-Maduro authoritarian regime in Venezuela. These things should not happen. We should find a way of letting those who were this close to disappearing know that it is not the same as if you were properly.

A way of answering the question of the "next crisis" and whether we have actually learned from experience, has three tracks. You need to ask academics and look into what they are rethinking in terms of what has happened, but you also need to ask authorities and the people, the population by and large. This would bring me into a topic that would probably require a whole day, which is the nascent populism that you are seeing across the world. This would be another reason to be worried in the developed world, because if you combine the lack of monetary and financial instruments with the demand for populism that was not there in the developed market in the first place, and happens to be in some pockets of Europe and the US, it will be a lot more difficult for authorities to take the punch ball away.

LA PAROLE AUX ÉTUDIANTS — Julien Lepotier, IUT de Nantes. Une partie du *shadow banking* permet d'assurer certains produits, mais comment régule-t-on le « mauvais » *shadow banking*? Comment fait-on pour que les régulateurs alertent avant qu'une bulle éclate? Je pense à la crise de l'immobilier en Espagne ou à la crise des *subprimes* aux États-Unis...

PAUL TUCKER — I will just make one point about the ethics issue, which is that, for any of us, whatever we do in life, we need to get our rewards in terms of social esteem and not just in terms of money. Over the long run, 25 years or something like that, I do not believe that we will restore ethics in banking and finance unless people are proud to be bankers, because it gives them a degree of social esteem in their community. That could not be more different from a world where individual

bankers might disregard what anyone thinks of them because they have become spectacularly rich or have transformed their family's living standards.

Regarding “shadow” banking, there is a fashion at the moment for saying that it is not a very useful expression, but for what it is worth, I think it is quite a useful expression. The outlines of what should be a general policy are clear, in terms of how close an intermediary is to being a bank *de facto* without being a bank *de jure*. What is a bank *de facto*? It is something that finances itself in the very short term so that the money can be withdrawn by you, and lends in the longer term via loans and via assets that are not liquid in the market and are opaque and hard to value.

That is actually a terrific thing. Banking provides a useful social purpose, as it enables each of us to economise on holdings of liquid assets, releasing resources into the economy. But these days you do not have to be a bank legally in order to engage in that kind of activity. This is not new—it has been true for decades and was actually true in the 19th century. We, the policymakers in office in the aftermath of the crisis, could have set a general policy on that, and I deeply regret that we did not. I am sad, and worried, that it has not happened since.

JEAN-MICHEL CHARPIN — La finance est un sujet controversé par nature et lorsqu'au Cercle des économistes nous avons décidé d'organiser cette session, nous l'avons volontairement centrée autour d'acteurs de la finance, tout en essayant d'avoir un éventail divers, susceptible d'exprimer les opinions des uns et des autres. En réalité, ce que je tire de notre discussion, c'est que les désaccords ne sont pas si grands, au moins parmi les professionnels. D'abord, chacun estime avoir fait ce qu'il avait à faire pour sortir de la situation de crise, c'est bien le moins pourrait-on dire. Mais en fait, il n'y a pas tellement de critiques d'une catégorie d'acteurs vis-à-vis

d'une autre catégorie d'acteurs sur la façon dont ils ont décidé de modifier les choses pour limiter les risques de crise. Nous pouvons presque conclure ainsi : après dix ans de crise, il nous faut organiser le retour à la normale sans retour en arrière.

Est-ce rassurant que des professionnels très divers soient finalement relativement d'accord sur la situation de la finance mondiale ? Je dirais plutôt oui, il n'y a aucune raison de penser que les acteurs, ceux qui ont le nez dans le guidon, sont toujours les plus mal placés pour voir arriver les accidents. Ils sont plutôt mieux placés et, à certains égards, c'est rassurant. Cela signifie probablement que la prochaine crise ne prendra pas sa source dans la finance, mais ailleurs. Où ? Je ne sais pas, mais les candidats ne manquent pas... On voit bien par exemple que dans un certain nombre de pays, à régimes politiques très variés, se développent des tentations d'isolement qui peuvent conduire à des situations de fortes tensions.

VIVRE À CRÉDIT, UNE MENACE POUR LA SOUVERAINETÉ ?

4

COORDINATION **J.-P. Pollin** (*Cercle des économistes*)

CONTRIBUTIONS **J.-F. de Leusse** (*UBS France*)
 J.-M. Six (*S&P Global Ratings*)
 C. Skingsley (*Sveriges Riskbank*)
 B. Weder Di Mauro (*INSEAD*)

MODÉRATION **Th. Fabre** (*Challenges*)

JEAN-PAUL POLLIN — Pour un pays, le recours à l'endettement peut être un facteur de développement, ce peut être aussi le moyen d'amortir les conséquences d'un choc conjoncturel. Il devient un danger lorsqu'il est utilisé abusivement au point de laisser penser que les dettes accumulées sont devenues insoutenables. Dans ce cas les marchés, et parfois les organisations internationales appelées en renfort, en viennent à renchérir et/ou rationner les financements, contraignant ainsi l'économie considérée à prendre des mesures d'ajustement. Dans les cas graves, on sait que cela se traduit par un placement sous tutelle des politiques économiques, c'est-à-dire par une sorte de suspension de la souveraineté du pays. Précisons que lorsque l'on évoque l'incidence possible de l'endettement sur la souveraineté nationale, c'est bien d'endettement extérieur qu'il s'agit. Les dettes émises et détenues par des résidents

résultent de choix internes qui par définition ne portent pas atteinte à la souveraineté du pays, y compris lorsqu'ils sont contestables et porteurs de déséquilibres futurs. La menace en l'occurrence, ne peut donc provenir que des dettes portées par les non résidents et ceci concerne aussi bien l'endettement contracté par le secteur privé que par le secteur public même si c'est principalement ce dernier qui a concentré l'attention dans le passé récent. De fait un endettement extérieur trop élevé des banques et/ou des entreprises peut déclencher des crises financières capables de déstabiliser l'économie et obliger à une révision contrainte des choix économiques et sociaux. D'autant qu'il existe une interdépendance entre les déséquilibres des secteurs privés et publics ; en particulier la crise a montré que les difficultés des systèmes bancaires avaient eu des conséquences majeures sur les situations des finances publiques et réciproquement. Savoir jusqu'où il est possible de laisser dériver l'endettement est sans doute essentiel, mais d'autant plus complexe qu'il est bien difficile de préciser le niveau de sa soutenabilité. Théoriquement un agent est considéré comme solvable si la somme actualisée de ses flux d'épargne (nets des investissements) est au moins égale à la dette qu'il a contractée. Or, une telle définition est peu opérationnelle et l'on préfère généralement se limiter à voir si les conditions de stabilisation de sa dette sont réunies. Mais même exprimée en ces termes, la solvabilité (ou la soutenabilité d'un endettement) est difficile à appréhender car l'appréciation que s'en donnent les marchés affecte les primes de risque requises, le service de la dette, et en conséquence la probabilité de faillite. Les anticipations sont donc autoréalisatrices et de multiples solutions sont possibles.

Cela dit, si l'ampleur de l'endettement extérieur, pris globalement, est un facteur de fragilité, son origine et sa structure conditionnent aussi sa soutenabilité. En particulier :

- La nature des agents qui ont contracté l'endettement

(administrations, banques, entreprises) et les phénomènes qui en ont été la contrepartie (déficits budgétaires, bulles de crédits, mouvements de capitaux...) affectent la probabilité d'insolvabilité et la façon dont se résolvent les crises. Par exemple, les États et les agents privés ne disposent pas des mêmes solutions pour faire face à des situations de surendettement; on sait aussi que les entrées de capitaux de court terme sont potentiellement très déstabilisantes.

- La nature des détenteurs de ces dettes (banques, fonds, banques centrales...) peut également influencer le déclenchement et le déroulement des crises. Leur éventuelle concentration au sein de pays créditeurs est susceptible d'être utilisée comme contrainte. Tandis que leur dispersion entre un grand nombre de porteurs peut générer une instabilité tout aussi dangereuse.

- La soutenabilité est également fonction des caractéristiques des dettes contractées (leur maturité et leurs devises d'émission). Une dette courte, en moyenne, réduit l'horizon d'ajustement pour faire face à une crise et aggrave donc la contrainte. De son côté une dette libellée en devise étrangère accroît l'impact des variations de parités sur la solvabilité, ce qui réduit les possibilités de maniement du taux de change à des fins d'ajustements. Ce point concerne particulièrement les pays émergents ou en développement.

Des constats et propositions qui précèdent découle un ensemble de questions qui pourront être débattues. Si l'on veut préserver, dans la mesure du possible, les souverainetés nationales, il faut en effet s'interroger sur les solutions capables de prévenir un endettement extérieur insoutenable et de contenir l'ampleur des crises qui peuvent en résulter. Ce qui conduit à réfléchir, en particulier aux points suivants :

- Peut-on construire des indicateurs, des instruments et des règles monétaires capables de réguler les déséquilibres de l'endettement extérieur responsables de ces crises? Les

fonctions de réaction des Banques Centrales peuvent-elles intégrer ces déséquilibres, sans remettre en cause la poursuite de leurs autres objectifs. Ou faut-il plutôt utiliser de nouveaux instruments macroprudentiels ? Et lesquels ?

- Concernant la politique budgétaire, quels sont les dispositifs institutionnels (éventuellement les règles) qui pourraient être mis en place pour rendre crédible la soutenabilité de l'endettement ? Dans quelle mesure ces dispositifs destinés à éviter l'emprise extérieure seraient-ils différents de ceux qui devraient être mis en place du seul point de vue intérieur afin d'optimiser la politique budgétaire ?

- Peut-on fixer les anticipations de marché pour les rendre moins erratiques ? Le développement de comportements mimétiques (de phénomènes de *runs*) a contribué à amplifier les épisodes de crises des dettes publiques en Europe, ce qui a rendu plus longs et plus coûteux les sauvetages ultérieurs. Ces phénomènes auraient peut-être pu être bloqués ou limités par la diffusion d'informations crédibles sur les fondamentaux (les capacités de retour à l'équilibre) des économies en cause. Est-il possible et souhaitable de faire évoluer en ce sens les fonctions des agences de notation et des institutions financières internationales ?

La crise des dettes publiques en zone euro a largement démontré que celle-ci ne disposait pas des mécanismes nécessaires pour maintenir son unité face à un choc macro-économique de grande ampleur : l'Union monétaire a produit de la divergence entre les économies partenaires alors que l'on en attendait une protection et de la solidarité. Ces dysfonctionnements ont ensuite été partiellement corrigés par l'introduction du Système Monétaire Européen et surtout par les interventions de la BCE. Mais la mobilité des capitaux entre les pays partenaires n'a pas été rétablie et la BCE ne pourra pas compenser indéfiniment la désintégration de l'espace monétaire et financier de la zone. Dès lors, comment compléter

les mécanismes de prévention et de gestion de crises pour les rendre à la fois garants de l'unité de la zone et protecteurs des souverainetés nationales ?

THIERRY FABRE — Avec Beatrice Weder Di Mauro, professeur de finances et de macroéconomie internationale à l'INSEAD, nous allons entrer dans le vif du sujet. Nous allons aborder concrètement la soutenabilité de la dette dans la zone euro, et celle de la Grèce en particulier.

BEATRICE WEDER DI MAURO — Attitudes and tolerance towards indebtedness vary considerably across countries. In the German language the word “debt”, (*Schuld*), is the same as the word for “guilt”. Clearly this signals low tolerance for over-indebtedness and German personal bankruptcy laws have traditionally been creditor-friendly. Tolerance for public debt is also low. Switzerland invented the “debt brake” and enshrined into its constitution a strong rule that not only limits the yearly fiscal deficit but also has a mechanism for catching up on overruns. Therefore, this fiscal rule imposes a double limit on the deficit and on the debt level, just to be on the safe side. Germany implemented a similar debt rule, with catch-up in its constitution. In the Anglo-Saxon world, debts do not carry such a negative connotation, after all, being able to borrow also signals credit-worthiness. It is associated with financing entrepreneurs and innovative projects and expanding access to finance is seen as a policy objective. Tolerance for high debt is higher and personal bankruptcy laws are debtor-friendly. But despite these differences in attitudes towards debt, there is no doubt that sovereign over-borrowing can lead to sovereign debt crisis and that these can be traumatic for countries and societies.

The reason why sovereign debt crises are so costly is that they typically do not come alone but in triplets of quadruplets:

sovereign debt crisis, currency crisis, banking crisis and political crisis. The starting point could be a currency crisis triggered by a run on foreign reserves, which leads to a sharp devaluation. This increases the value of external liabilities in the government's balance sheet and triggers a default on sovereign debt, which has immediate repercussions on the balance sheet of the banking sector. Since sovereign bonds make up a large share of the assets of banks, the sovereign default spills-over into the banking system. Banks reduce their lending, lowering growth, which in turn feeds back into lower taxes and higher bad loans further weakening both public and banks balance sheets. The last part of this diabolic loop is political system uncertainty. Financial crises usually lead to with a disruption in the political system: government turnover, higher support for the opposition, more fragmentation in parliament.

Given the high cost of such combined crisis, a good policy framework should ensure that public debt does not become excessive and stays well clear of the danger zones. Such a policy framework should also take into account that public debt does not always have to originate in the public sector. An example, where debt did not originate in the public sector but then became public sector debt was Ireland: by socializing the debt of the banking system to prevent a further spread of the banking crisis Ireland saw its debt-to-GDP ratio surge from about 30% in 2007 to almost 90% within 3 years.

So at what level should a sound policy framework limit sovereign debt in order to maintain sustainability? Debt sustainability analysis is not an exact science. Most crisis models suggest a zone of vulnerability, which may be country specific and even time-varying. But for equality of treatment across their memberships, an International Financial Institution like the IMF or the ESM has to define a common framework that pins down debt sustainability.

This is because further official lending to a country, which has a clearly unsustainable debt level will only lead delay and aggravate the inevitable restructuring or disorderly default. Therefore, debt sustainability analysis becomes the key gatekeeper for unlocking lending of the IMF or the ESM. The debt sustainability framework of the IMF, calls the zone of vulnerability a gray zone, where “debt is sustainable but not with high probability”. For advanced countries the vulnerability zone starts somewhere in the area of 85 per cent of debt to GDP. The IMF/World Bank debt sustainability analysis recognizes that low income countries are vulnerable to crisis at lower levels of debt. However, the composition of the public debt in low income countries typically differs from market access countries since they borrow mostly from official sources at highly concessionary conditions. Therefore, in the case of low income countries the IMF/World Bank consider the net present value of debt rather than the nominal level of debt.

This brings me directly to Greece and its debt sustainability. There has been a long and public debate on whether Greece is insolvent or not. The IMF has insisted that Greek debt is not sustainable and that further debt restructuring and relief are necessary. The European side has disagreed and claimed that Greek debt is almost-sustainable. Where do such different interpretations come from?

To understand the dispute it is necessary to know that the structure of Greek public debt resembles more those of low income countries than those of market access countries: more than three quarters are owed to European official sources (the ESM and associated vehicles) and has already been restructured several times: the maturities have been extended up to 50 years, there are generous grace periods are very long and interest rates. The net present value of Greek debt is about 40 percent lower than the nominal level. Therefore Greece does not have an immediate liquidity issue; to the contrary, for

the next 5-7 years its debt service is very low. However, debt sustainability criteria now has to be passed over a time frame of 50 years and depending on the assumptions on growth, the deficit and refinancing rates after five or ten years, there may be a problem with the sustainability criterion. Notice that the criterion applied for Greece, given the concessionary structure of debt, is a limit on its gross financing need, which should not exceed 20 per cent of GDP in any given year. The disagreements between the IMF and the European are about the plausibility of the long run assumptions (not requirements since there will be nothing binding Greece to the policy path once it leaves the ESM program) and secondly on how to provide good policy incentives for sticking to the fiscal path for the foreseeable future.

The good news is that given the highly concessional nature of Greek debt there is no acute time pressure and there are already a number of restructuring measures under discussion that are within reach and would restore Greek debt sustainability.¹ Therefore, I am quite optimistic that Greece will not be at the epicenter of another Eurozone crisis any time soon.

THIERRY FABRE — Les agences de notation ont été très controversées pendant la crise de 2009. Jean-Michel Six, vous êtes chef économiste de l'agence Standard & Poor's, parfaitement bien placé donc pour nous dire comment ces agences se sont réformées et nous donner votre vision globale du marché financier.

JEAN-MICHEL SIX — Je rappellerai d'abord que nous intervenons sur le marché obligataire et uniquement le marché obligataire. C'est un marché considérable puisqu'il représente

1. For a detailed analysis of such measures see Jeromin Zettelmeyer, Eike Kreplin and Ugo Panizza (2017) "Does Greece need more official debt relief if so how much?" PIIE WORKING PAPER 17-6, April 2017.

actuellement 91 000 milliards de dollars, équivalant à peu près à 125 % du PIB mondial. C'est donc le marché financier le plus important, et dans ce marché, la dette souveraine représente exactement 43 % du total que je viens de citer. Pour donner un autre élément de comparaison, dans la zone euro proprement dite, le marché obligataire représente, en taille, quatre fois le marché des actions. C'est donc un marché extrêmement important.

En 2015, le CEPII avait sorti une étude très détaillée, passant en revue 93 épisodes de récession dans 25 pays qui montrait que dans les phases de reprises économiques les entreprises avaient tendance à substituer un financement obligataire au financement bancaire. Dans cette étude, il apparaissait également très clairement que dans ces cas-là, les reprises étaient beaucoup plus vigoureuses dans les économies où la part du financement obligataire était initialement plus élevée. Dans les phases de récession en effet, les banques ont tendance à contracter leur offre de crédit afin de réduire leur exposition aux risques et cela cause mécaniquement une hausse des taux d'intérêts qui, à son tour, va rendre le marché obligataire plus attractif pour les investisseurs, dès lors qu'effectivement les taux ont tendance à remonter.

Dans ces conditions, nous voyons bien que le marché obligataire mondial est une source importante de financement de la croissance et donc de création de richesse, et cela depuis très longtemps, mais qu'également, de par sa taille en forte croissance encore actuellement, il représente un facteur potentiel de risque de déstabilisation, d'amplification de phénomènes erratiques de court terme face à des chocs macroéconomiques, comme on a pu le voir à partir de 2008.

Les agences de notation peuvent-elles jouer un rôle stabilisateur sur les marchés obligataires ? Je rappellerai d'abord quelle est notre fonction. Nous visons à évaluer la capacité et la volonté d'un emprunteur public ou privé à faire

face à ses obligations, totalement, en temps et en heure. La tâche qui nous revient est donc ardue et complexe, mais en même temps très précise. Pour y parvenir, nous cherchons à mesurer la soutenabilité de l'endettement des émetteurs que nous notons, en nous appuyant sur un certain nombre de facteurs fondamentaux, tels que la situation financière ainsi que l'environnement macroéconomique dans lequel se situe l'émetteur. Cette mesure du risque du crédit qui est notre vocation se fait dans une perspective de moyen terme, c'est-à-dire que nous essayons de noter à travers le cycle économique. C'est d'ailleurs pour cette raison que ces notes ne constituent en aucune façon une recommandation d'achat ou de vente. C'est un point qui me paraît extrêmement important à souligner dans la mesure où, selon le profil de risque de l'investisseur, telle ou telle note pourra paraître attrayante ou au contraire rebutante. Les phénomènes de reports d'investissements se font dans les deux sens : un certain nombre d'investisseurs, c'est bien connu, ne vont jamais investir dans du papier 3A parce que cela rapporte très peu, que c'est très peu attrayant. D'autres au contraire, de par leur charte, de par la définition même de leur politique d'investissement, n'investiront que dans du 3A. Ces notations visent donc à réduire l'asymétrie qui existe par définition entre les prêteurs et les émetteurs sur un marché.

Bien entendu, pour les investisseurs, les notations ne sont pas la seule source d'informations sur le marché obligataire. Il y a aussi un certain nombre de notes internes publiées par les banques, avec des méthodes proches de celles des notations, mais sous la responsabilité propre de chaque établissement, avec comme limite que ces notes s'adressent en général – sinon exclusivement au moins, principalement – aux clients des banques en question, ce qui peut créer une certaine asymétrie dans la distribution de l'information. Les indicateurs de marché sont l'autre grande source d'informations, en particulier les *spreads*, c'est-à-dire les écarts de taux entre différentes classes

d'émetteurs et les *credit default swaps* (CDS) qui constituent en quelque sorte un contrat d'assurance contre le risque de défaut. Le prix des CDS est mis à jour en permanence, à l'inverse des notes qui sont révisées périodiquement, ces indicateurs de marché comme les *spreads* et les CDS sont des indicateurs de très haute fréquence.

Sur une longue période, les agences jouent donc un rôle assez important dans la stabilisation des marchés et dans leur bon fonctionnement, grâce à une meilleure information, tant des émetteurs que des investisseurs. En revanche, le rôle accru attribué par la réglementation aux notes des agences, nous a certainement donné un rôle trop important et de ce fait parfois, déstabilisateur. C'est d'ailleurs ce que notait l'ESMA, le régulateur chargé de nous surveiller. L'ESMA, qui est l'autorité européenne des marchés financiers, a sorti un rapport² très complet en 2015 que je recommande. Dans ce rapport, il est noté que la référence directe aux notations des agences incite certes les investisseurs à développer leur propre capacité d'évaluation et à exercer une diligence raisonnable, mais qu'à l'inverse, la dépendance à l'égard des notations extérieures, sans considération pour d'autres formes d'évaluations, peut causer des comportements moutonniers. Ils font référence principalement à l'utilisation des notes par les banques centrales, en particulier dans leur politique d'achat et également à l'utilisation des notes dans la réglementation européenne, en particulier dans tout ce qui est CRD³, CRD IV, et à la solvabilité concernant l'assurance.

Le rôle des agences est un rôle d'information et uniquement d'information. Donner trop d'importance aux notations, peut effectivement être contre-productif et amener parfois des comportements plus déstabilisateurs.

2. Étude relative à la faisabilité des solutions alternatives aux notations de crédits externes.

3. *Capital Requirements Directive*.

THIERRY FABRE — Je retiens le rôle trop important attribué aux agences de notation. Il faut se souvenir qu'avant la crise, on était obnubilé par les «A» qu'elles donnaient aux États et aux entreprises !

Cecilia Skingsley fait partie du *board* de la Banque centrale de Suède. Elle a une grande expérience de la finance privée, puisqu'elle a travaillé dans les fonds d'investissements. Comment les Suédois ont-ils résolu leur problème de dette publique ? Quelles leçons pouvons-nous tirer des réformes suédoises au niveau de l'endettement public et privé ?

CECILIA SKINGSLEY — I will try to reward you by being as exciting as I can, which as a central banker is almost impossible, but I will at least do my best!

I will talk a little about the lessons learned in Sweden and the lessons still unlearned in Sweden, because there are still things to be done. Let me just take you back about 25 years. Sweden was in a terrible situation; we were in negative growth for three years, we were in double-digit budget deficits and unemployment, public debt was rising quickly, topping 80% of GDP, and for the years that followed there was a strong narrative in Sweden, where each time there were problems in the international economy, Sweden was hit. Therefore, when Mexico was hit in 1995, Swedish spreads increased and the kroner and other assets started to tumble. It was the same thing with Asia in 1997 —Swedish spreads were all over the place and asset markets were the same. We had the Russian default in 1998, the IT bubble, etc.

It created a very strong feeling in Sweden that we would not like to be left for the forces of the financial markets and we wanted to be running the house for ourselves. Therefore, between politicians and the general public, this created quite a strong force for redefining the principles of economic policy more or less from scratch and clarifying the roles of fiscal and monetary

policy. We did a lot of various different things: Employers and trade unions created a much better wage formation process; we did a pension reform; the central bank got clearer legislation.

I will talk a little about the fiscal framework. This framework were put in place, and about 75% of the parties in Parliament are still behind this framework 20 years later, which I find quite impressive. Regarding some of the things that were put in place, a surplus target for the public sector saving over the business cycle was introduced, there was a multi-year expenditure ceiling for the government, there were changes to the government budget procedure to support this fiscal discipline, and a number of external bodies were given the task of making independent evaluations of fiscal policy. Also important is that the political parties were watching each other, so that created quite a high benchmark against disrupting the hard-earned lessons from the 1990s.

There have been some adjustments over the years, and the most important change was made just recently –there is still the surplus target for Swedish public spending, but there is also what we call a stabilising mechanism for gross debt over 35% of GDP, plus or minus 5%, and this should be compared to the EU Stability and Growth Pact, which sits at 60%, so we have some room to manoeuvre and it worked out very well as the global financial crisis hit the Swedish economy in 2008 and onwards.

That was the lesson learned. We did what we had to do after the difficult years in the 1990s, and public debt, which was topping close to 80%, is now down to 40%. The fact that the Swedish political system had room to manoeuvre in the global financial crisis meant that the Swedish economy was one of the first to recover from both of 2008-2009 the first wave and the Euro crisis.

However, regarding the lessons still not learned, and where we are still uncertain how it will end, private debt is mounting. Just to give you some numbers, it is 180% *vs* debt of

disposable income, and looked at in terms of GDP, household debt compared to GDP is about 90%, whereas for advanced economies in the world the equivalent number is about 60%. The reason households are taking on debt is the obvious one –there is a lack of housing and now we have an intricate situation where the debt is financed through Swedish banks and the Swedish banks are mainly funding this household debt, the mortgages, through the international capital markets. Typically, half of a Swedish mortgage is financed by the capital markets and half of that by foreign investors, so you can say that the multiyear housing boom we have in Sweden in terms of household credit is dependent to a great extent on foreign investors.

Is this a problem in terms of the external balance? Probably not, because we have a current account surplus which is quite sustainable, but we are concerned that, because the banks operate cross-border, they are dependent on trust in order to be able to refinance this quite large mortgage stock, and this is a source of vulnerability to the Swedish economy. It is possible, if for any reason foreign developers should decide that this household development is unsustainable, that once again we will get into a situation similar to the 1990s where external market forces are pushing us to do the reforms and the changes rather than ourselves.

What do we do about this? From the public sector perspective we continue to build stronger regulations to build resilience, first of all in the banks with macro-prudential measures, but it is also about creating more resilience within the households themselves. The central bank is not the macro-prudential authority, one of the government authorities is doing that, but we try to be good players in the system, providing the other authorities with the arguments, the analysis to do further things, loan-to-value ceilings, debt-to-income ceilings and other things are being put in place.

However, so far, in my view, we have not fully learned the lesson of the 1990s when it comes to handling private sector debt, and I hope that we will not have to do it in the hard way as we did in the 1990s.

THIERRY FABRE — Si la Suède a réussi à faire chuter son taux d'endettement, ce n'est le cas ni de la France, ni de nombreux pays de la zone euro... Jean-Frédéric de Leusse, vous dirigez la filiale française d'UBS, après avoir eu une vie de banquier au Crédit Agricole, officié à La Poste et avoir été, il y a un certain temps, au cabinet d'Alain Madelin, quel est d'après vous le problème de l'endettement français et comment voyez-vous son avenir ?

JEAN-FRÉDÉRIC DE LEUSSE — Je commencerai par citer le Général de Gaulle en 1958 : « À peine suis-je à Matignon qu'Antoine Pinay me fait le tableau de la situation de la France, sur tous les postes à la fois nous sommes au bord du désastre. Notre dette extérieure dépasse trois milliards de dollars dont pour la moitié le remboursement est exigible avant un an. En somme, l'alternative c'est le miracle ou la faillite. »

Avec une dette publique de 2 200 milliards d'euros aujourd'hui, soit près de mille fois plus qu'en 1958, on peut considérer que le miracle a eu lieu puisqu'il n'y a pas eu faillite et que le miracle continue depuis 60 ans. Cela dit un certain nombre d'entre nous sont convaincus que nous sommes au bord du désastre et sur les onze candidats à la dernière élection présidentielle, neuf prônaient plus ou moins clairement la banqueroute, y compris le candidat du parti majoritaire sortant.

La dernière banqueroute de la France, dite faillite des deux tiers, remonte au 30 septembre 1797. On avait mis en prison les deux majorités des assemblées lors du coup d'État du 18 fructidor. Je crois que cette voie ne serait plus utilisée aujourd'hui ! Mon sujet va être d'essayer de voir s'il y a une

voie étroite qui permet à un pays, qui n'a plus la maîtrise de sa monnaie, de concilier sa souveraineté et l'endettement public.

La menace a évidemment évolué, pour quatre raisons. La première est que la France a délégué sa souveraineté à la zone euro et que les techniques traditionnelles qui permettent d'éviter une faillite, l'inflation, les dévaluations, ne sont plus à notre disposition. Deuxième raison, la baisse des taux, effet bénéfique de la création de l'euro, qui a rendu soutenable l'augmentation très significative de la dette depuis dix ans. Troisième raison, une certaine «décorrélation», du fait de l'euro, entre la réalité économique des pays et les taux d'intérêts qui permet à des États d'emprunter grâce à la politique monétaire de la BCE, c'est-à-dire une politique monétaire non conventionnelle. Mais la BCE a-t-elle les armes pour faire face au défaut d'un grand pays ? Quatrième menace, la place des marchés financiers qui conduit à considérer aujourd'hui que c'est au moins autant les fluctuations brutales de *spread* que le principe même de la dette qui peuvent présenter un risque. En clair, nous sommes désarmés, nous sommes intoxiqués et nous risquons au moins autant l'infarctus que la lente agonie.

Les grands pays très endettés ont conservé leur souveraineté monétaire. Ils bénéficient aussi de la bonne santé de leurs créanciers, le Japon avec l'épargnant japonais ou les USA dans ses relations avec la Chine. Ce n'est évidemment pas notre cas, comme nous le savons tous, la dette française a fortement augmenté et la baisse des taux a rendu cette augmentation indolore. Quelques chiffres : la dette française, 98 % du PIB, est détenue à 54 % par des non résidents et sa durée moyenne est de sept ans. Le service de la dette en 2016 était de 41,8 milliards, soit moins cher qu'en 2008, alors que la dette en 2008 était de 1 200 milliards, 1 000 milliards de moins qu'aujourd'hui. Le service de la dette en 2008 représentait 44 milliards. La France emprunte chaque année 300 milliards soit 6 milliards par semaine. 300 milliards, c'est aussi le

montant de l'ensemble des recettes fiscales au cours d'une année. Les taux d'emprunt à dix ans sont passés de 15 % dans les années 80 à 0,8 % aujourd'hui, 0,1 % en juillet dernier. Entre juin 2012 et juin 2016, l'économie structurelle réalisée sur le service de la dette était de 40 milliards. Cette situation s'explique en grande partie par la « décorrélation » comme je l'ai dit, on voit que la situation de dette du pays n'impacte que marginalement les taux, l'exemple le plus clair étant la Grèce qui a pu s'endetter à bon compte avec des taux relativement bas pendant une longue période avant l'explosion finale.

Je reviens aussi sur le risque d'infarctus. Au moment de l'élection présidentielle en mai dernier, le *chief investment officer* d'UBS, anticipait, en cas d'élection de Marine Le Pen, un choc de 200 points de base sur les taux français. En structurel sur le budget, 200 points de base, 2 200 milliards de dette, cela fait 44 milliards. 44 milliards, c'est 30 % de plus que le budget de la Défense et c'est 80 % du budget des retraites de l'ensemble des fonctionnaires. Avec le *Penelope Gate*, les sondages annonçaient un deuxième tour Le Pen-Mélenchon, la fluctuation sur le taux français s'est alors située entre 0,7 et 1,2 point de base, ce qui fait 11 milliards structurellement. On dira que le choc est conjoncturel et qu'il peut se résorber rapidement, mais, la hausse des taux c'est comme le dentifrice, on sait le faire sortir du tube mais c'est beaucoup plus difficile de le faire rentrer.

Enfin au-delà du problème du niveau des taux, il y a le problème de l'accès aux marchés, 6 milliards par semaine. Cela veut dire que s'il n'y a pas d'accès aux marchés au bout de six semaines, il n'y a plus d'armée, plus de budget de la Défense. La situation est sérieuse. Y a-t-il un moyen de s'en sortir et si oui comment ?

En 2006, Philippe Jaffré a publié un roman⁴ dont l'action est située en 2012. Le pays est alors surendetté, dirigé par

4. *Le jour où la France a fait faillite*, Philippe Jaffré et Philippe Riès, Grasset.

Nicolas Sarkozy, avec Laurence Parisot en Premier Ministre, Valérie Pécresse, Directeur du Trésor. La dette publique est extraordinairement élevée et Standard & Poor's dégrade la dette de la France au niveau des *junk bonds*, les marchés se ferment, les flux financiers s'arrêtent, les cartes de crédit ne fonctionnent plus et on finit par vendre La Joconde dans un programme massif de cessions d'actifs. Ce livre est une fiction à la française, mais l'Argentine a été dans cette situation : 66 % de baisse du PIB en trois ans, entre 1998 et 2002, c'est le prix de la souveraineté. Plus près de nous, la Grèce : que reste-t-il de la souveraineté grecque aujourd'hui à part le droit de se suicider en sortant de l'euro ?

J'ai eu le privilège d'être directeur de cabinet du ministre du Budget en avril 1995 et je pressens un peu ce qui se passe aujourd'hui : il faut définir une politique budgétaire de manière urgente pour faire face selon trois axes : les taux doivent rester durablement à un niveau faible, ce qui sauve les États mais tue les banques ; les marchés doivent se convaincre que la France a engagé des réformes structurelles, ce qui nous permettra de gagner un délai de deux ans probablement dans la pression sur les taux ; et enfin, la convergence politique vers le prêteur en dernier ressort, et le prêteur en dernier ressort de la zone euro étant l'Allemagne, le meilleur message que nous puissions envoyer aux marchés c'est de dire qu'on s'entend bien avec les Allemands. Faudra-t-il une nouvelle crise de l'euro pour que la France fasse les réformes nécessaires ?

THIERRY FABRE — Est-ce qu'aujourd'hui les plans mis en place par l'Europe, ont ou non une cohérence puisque cette dette n'est pas soutenable ?

BEATRICE WEDER DI MAURO — There is a very good chance that Greece can recover. Regarding the way Greece handled its own economy, you recall that how the Greek crisis

actually broke out was by the discovery that all the numbers in the books were wrong, so all of the sudden public debt and the deficit jumped and markets got scared. Therefore, not only had there been a slow process of debt build-up but it was hidden, so that was what really shocked everybody.

After the big crisis broke out, the Eurozone reaction was first of shock and then the creation of institutions. The initial demands from Greece were too tight –the word "austerity" was then on everyone's lips, and they were saying that it was self-defeating– but today the demands on Greece are not, in my view, austere. What is on the programme for Greece is the need to do structural reforms, but structural reforms they have agreed to many times and have not been able to implement, and to continue on the path of fiscal discipline, but fiscal discipline which comes at a cost lower than, for example, Portugal is paying on its debt service today.

Therefore, the European creditors have given Greece a very long lifeline at very low rates, to the point that one of the discussions we are having now in terms of Greek debt is when Greece should go back to market, because whenever it goes back to market, even under the best circumstances, creating a lot of trust beforehand and doing a lot of structural reforms, the increase it will have to face in terms of interest rates will be significant, simply because it is being given very concessional rates right now.

Going back to the question of the sustainability problem, it is much smaller than it looks because of these concessional rates. You cannot look just at the total debt level in the case of Greece; you have to look at what we call the present value of this debt, which is much lower than the nominal number. However, the sovereignty question is a very important one, because this actually means that Greece will owe debt to its European partners for 50 years, and this has two sides –on the one hand, these partners depend on Greece for the next 50 years;

should Greece decide it wants to have new discussions, as has happened several times, it is a mutual dependency— debt does not only make one dependent on the debtor, but the creditors are also dependent.

THIERRY FABRE — En observant le traitement de l'endettement de pays en développement par le Club de Paris, on a appris ces dernières décennies que pour qu'un pays puisse repartir, il fallait annuler une grande partie de sa dette. Quand on voit le cas grec, comment expliquer un tel échec ?

JEAN-MICHEL SIX — La malédiction de la Grèce, c'est qu'il n'y a plus de risque systémique. Quand la crise grecque a commencé, les banques, européennes en particulier, et le secteur privé étaient très exposés et faisaient courir un risque à tout le système. Ce risque-là a été pratiquement éliminé, et c'est maintenant le secteur officiel, c'est à dire essentiellement la Commission, les banques centrales etc. qui détient cette dette grecque. De façon un peu polémique, nous pouvons dire que c'est une malédiction dans la mesure où, dès lors qu'on a isolé le malade dans une salle où il n'y a plus de risque de contagion, on peut lui imposer ensuite un traitement extrêmement long et pénible sans courir beaucoup de risques. La capacité de la Grèce à résister aux pressions est extrêmement faible, elle peut effectivement décider de sortir un jour de la zone euro, mais quand on a vu Tsipras arriver au pouvoir, on imaginait à l'époque que la Grèce allait suivre un nouveau traitement, mais il ne s'est rien passé.

Je crois qu'il faut quand-même s'interroger sur le traitement en question. Je me souviens qu'en 2009 j'ai assisté à la présentation du Gouverneur de la banque centrale de Suède, sur l'expérience suédoise au cours de laquelle il disait que la grande leçon de l'expérience suédoise était d'être équitable dans la façon dont on y impose les réformes, *be fair*, soyez juste.

Autrement dit que les populations n'aient pas l'impression d'une trop grande injustice dans la façon dont le traitement est administré. Il me semble que dans le cas grec, cette *fairness* n'est pas du tout évidente, qu'il y a une classe très protégée de l'austérité, alors qu'au niveau des classes populaires, il y a eu un vrai carnage. En conséquence, la croissance potentielle de la Grèce est aujourd'hui pratiquement inexistante : quand le taux d'investissement s'effondre comme il s'est effondré en Grèce, quand le chômage de longue durée atteint des proportions catastrophiques en particulier dans la jeunesse, vous détériorez complètement votre croissance potentielle. À partir de là vous entrez effectivement dans un cercle vicieux dans lequel le ratio d'aide sur PIB, le dénominateur n'arrête pas de se contracter, et par voie de conséquence votre ratio n'arrête pas de se détériorer.

Et c'est en cela que j'ai personnellement beaucoup de doutes sur l'efficacité à long terme du traitement imposé actuellement à la Grèce et de fait, malgré toutes les déclarations dans le sens inverse, il est très possible qu'un de ces jours on décide purement et simplement d'effacer cette dette. Cette mesure ne résoudrait pas grand-chose du point de vue de la Grèce, parce que leur croissance potentielle est extrêmement détériorée encore une fois, mais cela donnerait, peut-être, un peu plus de crédibilité.

THIERRY FABRE — Tout le monde est unanime pour dire que le traitement de la dette grecque est un échec. madame Skingsley, qu'en pensez-vous ?

CECILIA SKINGLEY — I will not go too much into how the Eurozone will sort out the Greek problem, because we are not a Euro country and I am not on the political side, but I can give some general advice on how to get out of these kinds of problems from a political economy perspective. First of all, you have to agree that there is a problem, and you have to agree

among the political parties that you need to do something about the problem; that is the first stage. Then it is about presenting the alternatives, letting the voters decide how much public or private sector involvement there should be, whether it should be through tax hikes or spending cuts, and it is important, no matter what way the political winds are going, that there is agreement that something has to be done about the problem, that is key, so that it does not get lost in the details.

Then you have to finalise a cross-party agreement, and here you mentioned social cohesion, which frankly means that everybody must contribute. Everybody must take a part in paying for the country to get out of the problems, and as a politician you have to take a leap of faith here. It is much better to get an agreement of which you only like 50% than to get no agreement at all, in which case everybody will end up in a worse place. However, everybody must pay and everybody must agree that something needs to be done, and it is up to the electorate to decide, given their preferences, on the details. That is the way to do it, and it takes time.

QUESTION DU PUBLIC — Les tribunaux new-yorkais ont récemment imposé le remboursement à l'Argentine conformément au contrat qui avait été signé, ce qui a été un choc dans la façon de concevoir ces dettes souveraines. Est-ce que le principe de souveraineté n'est pas ce qu'un État met en avant quand il ne peut pas ou ne veut pas rembourser ?

JEAN-FRÉDÉRIC DE LEUSSE — Je crois que la situation argentine est une situation paroxystique, la faillite a été très brutale donc concertée, et c'est un cas quasi unique puisque la plupart des autres situations de faillites d'États ont été des situations gérées par le Club de Paris, l'Union européenne, etc. Quinze ans après il reste beaucoup plus que des scories de la crise argentine de 2001-2002, et une

incertitude juridique. Alors, dire que la souveraineté est un moyen de protéger, peut-être, mais à l'inverse l'Argentine est toujours hors d'état de rembourser une dette contractée il y a quinze ans et l'emprunt russe de nos grands-parents orne toujours très souvent les cabinets des maisons de campagne. Donc je crois qu'il n'y pas de droit international de la dette, il y a un droit américain, il peut y avoir une autre place où on décidera autre chose, et à la fin des fins vous pouvez saisir les actifs argentins en Argentine mais vous n'irez pas non plus en Argentine décider de vous-même d'augmenter les impôts. Tout ça est très complexe. Un bon arrangement, et c'est ce qui a été géré dans la plupart des situations, vaut beaucoup mieux ; ensuite, les banquiers essayent de faire leur métier qui est de récupérer l'argent en utilisant les lois les plus tordues dans toutes les places du monde.

QUESTION DU PUBLIC — Beaucoup de gens ont donné l'impression de recevoir le ciel sur la tête parce que le déficit pour 2017 serait plus important que prévu. La différence entre 3,2 et 2,8 n'apparaît pas aux néophytes si grande que cela. Est-ce vraiment quelque chose de grave voire d'inadmissible de la part de l'ancien gouvernement ou est-ce qu'il n'y a pas de quoi en faire toute une affaire ?

JEAN-MICHEL SIX — Il y a eu une dramatisation un peu surprenante autour du rapport de la Cour des Comptes. C'est vraiment une fausse découverte de dire qu'en fait le déficit allait être un peu supérieur à ce qui était affiché au départ. Tout le monde savait que dans la dernière année un certain nombre de dépenses avaient été reportées dans leur traitement...

Encore une fois, nous essayons de noter à travers le cycle ; sauf exception les notes ne sont pas des réactions à des faits qui feraient brusquement surface. Le déficit de plus ou moins 0,3 % par rapport à ce qui était affiché, ne cause donc pas en

lui-même une réaction de notre part, cela fait partie d'un ensemble d'éléments. En revanche, il est vrai que la question qui se pose, mais encore une fois elle n'est pas nouvelle, c'est celle de la crédibilité. C'est là que nous avons un problème. Nous l'avons bien vu dans le cas de la Grèce quand à un moment donné on s'est aperçu que les comptes étaient totalement truqués... Ce n'est pas du tout le cas de la France, mais il y a quand même une question de crédibilité quand on affiche des objectifs sur 2, 3 ou 4 ans, et qu'on les manque chaque année.

JEAN-PAUL POLLIN — Conclure est difficile parce que nos échanges, au lieu de clarifier les questions posées en introduction, ont plutôt contribué à en montrer la complexité. Le cas de la dette grecque par exemple, qui a été évoqué par Beatrice Weder di Mauro, montre qu'il est impossible de s'entendre sur sa soutenabilité étant données toutes les incertitudes qui affectent les variables à prendre en compte. Jean- Michel Six nous a pourtant rappelé que la fonction principale des agences de notation était de chercher à mesurer la soutenabilité de l'endettement des émetteurs privés ou publics ; et elles emploient pour cela des moyens très importants. Mais les facteurs fondamentaux sur lesquels elles s'appuient sont sans doute très divers, difficiles à cerner et volatils. Sans cela comment expliquer que la dette de la France conserve une excellente notation alors que Jean-Frédéric de Leusse considère que les finances publiques du pays sont dans un état alarmant et ne donnent guère de signes d'amélioration. Il se peut qu'en l'occurrence ce soit l'appartenance à la zone euro qui nous protège d'un risque de défaut, mais sans que cela sauvegarde pour autant notre souveraineté.

Mais comme je l'ai souligné en introduction, la souveraineté n'est pas seulement dépendante de la situation de la dette publique. L'expérience de la Suède, telle que nous l'a présentée

Cecilia Skingsley est de ce point de vue très instructive. Car, après avoir réglé son déséquilibre massif de finances publiques, c'est aujourd'hui l'endettement des ménages qui crée une dépendance préoccupante du pays à l'égard des financements extérieurs. Or, la Banque Centrale ne dispose pas de l'instrument macro prudentiel qui pourrait freiner la montée de cette dépendance.

Il se peut qu'en Europe, comme dans bien d'autres pays nous n'ayons pas encore mis en place les instruments capables d'assurer la stabilité des systèmes financiers affectés par une sophistication et une globalisation explosives. Mais plus encore c'est sans doute notre appréciation des déséquilibres financiers et nos stratégies pour y répondre qui font défaut. Et je voudrais à ce propos exprimer un regret sur le parti pris implicite qui a sous-tendu nos échanges : nous avons pris le problème comme si le recours au crédit était toujours une menace. Nous n'avons jamais évoqué les effets favorables qu'exerce l'endettement, lorsque celui-ci permet d'investir, de faire des réformes, de placer l'économie sur une trajectoire de croissance plus favorable, capable de rendre la dette plus soutenable. En négligeant ces possibles contreparties de l'endettement, en refusant de s'intéresser à l'utilisation qui en est faite, on se condamne à fixer des règles, par exemple celle des 3 %, qui aggravent parfois le problème que l'on entend résoudre.

JUSQU'OUÛ IRA LA DÉSINTERMÉDIATION ?

COORDINATION	V. Mignon (<i>Cercle des économistes</i>)
CONTRIBUTIONS	M.-A. Barbat-Layani (<i>Fédération Bancaire Française</i>) S. Corne (<i>Ulule</i>) S. Eigner (<i>Dubai Financial Services Authority</i>) B. Lafont (<i>Collège des émetteurs de Paris Europlace</i>) Ph. Setbon (<i>Groupama Asset Management</i>)
MODÉRATION	N. Barré (<i>Les Echos</i>)

VALÉRIE MIGNON — Un constat bien établi dans le domaine bancaire et financier est que le financement des entreprises américaines relève, pour une large part, des marchés financiers alors que celui des firmes européennes est principalement constitué de prêts bancaires. On estime qu'environ 70 % des prêts aux entreprises sont apportés par les marchés financiers aux États-Unis contre 30 % par les banques. Cette proportion est inversée en Europe, avec 70 % du financement des entreprises composé de prêts bancaires et 30 % provenant des marchés des capitaux. Ce paysage bancaire et financier connaît toutefois de profondes mutations avec une vive accélération du processus de désintermédiation. Jusqu'ouù va aller une telle désintermédiation ? Il convient tout d'abord de définir ce qu'on entend par désintermédiation. Même si ce phénomène consiste globalement en une automatisation

progressive des agents non financiers par rapport aux banques et donc à une réduction du rôle d'intermédiation classique des banques, le concept recouvre plusieurs dimensions. La désintermédiation renvoie au fait que, premièrement, les prêts accordés par les banques ne figurent plus dans leur bilan mais sont cédés à d'autres intermédiaires financiers. Deuxièmement, les entreprises à la recherche de financements délaissent les banques en faveur, selon leur taille, des marchés financiers ou d'autres modes de financement alternatifs. Et enfin les ménages tendent à placer leur épargne de plus en plus sur les marchés au détriment des placements plus traditionnels comme les dépôts bancaires, les livrets A, etc., ce qu'on appelle l'épargne bilancielle. La désintermédiation s'accélère en Europe suite à la crise de 2007-2008, à l'évolution de la réglementation bancaire, à divers éléments de contexte spécifiques ou encore au développement de nouvelles technologies en matière de transactions financières. La crise a conduit à une certaine défiance vis-à-vis des banques et dans le même temps, la difficulté de la situation financière de nombreuses entreprises a eu pour conséquence que les banques se sont révélées beaucoup plus prudentes dans l'octroi de crédits, revoyant à la hausse leurs exigences en termes de garanties, ce qui a naturellement incité les firmes à se tourner vers d'autres modes de financement.

En matière de réglementation, les ratios réglementaires de Bâle III réduisent la capacité des banques à octroyer des crédits dans la mesure où le nouveau ratio de solvabilité augmente le niveau des fonds propres requis pour faire face aux risques, ce qui va là-aussi encourager le processus de désintermédiation. L'explosion des nouvelles technologies en termes de transactions financières, avec le développement des FinTech ou encore les technologies de type *blockchain* et la très vive progression du financement participatif sont aussi évidemment des facteurs qui vont amplifier, vigoureusement,

la désintermédiation. Les entreprises ont un accès de plus en plus facilité aux autres modes de financement que le crédit bancaire comme les marchés financiers pour les plus grandes d'entre-elles, ou le financement participatif pour les PME et les très petites entreprises. La dynamique la plus notable de ces dernières années concernant le financement des PME, des très petites entreprises et des start-ups, est celle du *crowdfunding*, ce qu'on appelle le financement participatif. Je rappelle que le *crowdfunding* permet à une entreprise de financer son projet en levant des fonds auprès du « grand public » via une plateforme en ligne. À titre d'illustration, si je prends le cas de la France, plus de 166 millions d'euros ont été levés en 2015 et plus de 233 millions d'euros en 2016. La progression est donc de l'ordre de 40 % entre 2015 et 2016. Une telle dynamique nous incite aujourd'hui à nous poser la question de savoir jusqu'où ira cette désintermédiation et quelles en seront les conséquences pour les banques. Dans cette session, nous verrons tout d'abord les aspects de réglementation bancaire, les aspects liés à l'introduction de nouvelles technologies, l'impact du rôle des banques notamment sur la croissance, et nous porterons une attention particulière à la question du financement participatif.

NICOLAS BARRÉ — Le sujet est éminemment stratégique. Il s'agit tout simplement de l'avenir du financement de l'économie européenne : comment nos économies peuvent continuer à se financer, et dans quelles conditions. Pour en discuter, Philippe Setbon est directeur général de Groupama Asset Management. Mais il a une autre casquette, celle de Vice-président de la Société Française de Gestion. Il va esquisser un panorama de la situation.

PHILIPPE SETBON — Je ferais deux remarques. La première relève de la sémantique. Lorsqu'on parle de désintermédiation, on fait référence au financement de l'économie

et je pense qu'on en parle abusivement. En l'occurrence, je prends ma casquette d'*asset manager* et de filiale de compagnie d'assurance. Depuis toujours, les investisseurs institutionnels que sont les compagnies d'assurance financent l'économie. Le sujet n'est pas le financement de l'économie : lorsqu'on achète des actions ou des obligations du secteur privé sur le marché financier ou, même, des emprunts d'État, on finance l'économie, par l'intermédiaire du budget de l'État. Mais si on ne fait pas confiance à la redistribution, il faut revoir tout notre système. Le sujet est bien celui du financement direct de l'économie.

Deuxième remarque : en fin de compte il y a trois niveaux de financements directs de l'économie et de la désintermédiation. Le premier niveau est la titrisation des prêts bancaires, qui n'est pas un sujet nouveau puisqu'elle a été une des sources de la crise financière de 2007-2008. Le deuxième niveau est le financement direct des entreprises sur les marchés de capitaux qui prend de plus en plus d'ampleur, auquel tous les investisseurs participent de près ou de loin. Le troisième niveau est la mise en relation directe du demandeur de financement et de l'épargnant lui-même, les plateformes de *crowdfunding* notamment. Je vous propose de parcourir ces trois niveaux.

On ne peut pas revenir sur la désintermédiation ; c'est un phénomène profond qui répond à de nombreuses demandes, structurelles ou conjoncturelles, il est accéléré par la digitalisation, que ce soit la digitalisation via les plateformes de *crowdfunding* par exemple, mais aussi par l'analyse de plus en plus aisée de l'ensemble des données qui permettent d'avoir une vue sur le financement direct qu'on peut apporter à des entreprises. Sans la numérisation, sans l'analyse possible des *data* aujourd'hui, il serait beaucoup moins aisé de procéder en masse à du financement en direct. C'est un phénomène structurel sur le long terme.

Cependant, j'identifie trois limites à ce phénomène. La première limite est sur la demande de financement elle-même.

La deuxième limite est la structure du marché de l'épargne et de l'investissement, et de la régulation qui l'accompagne. La troisième limite est importante, c'est celle de la culture et de l'éducation financière des épargnants.

La désintermédiation bancaire progresse rapidement. La conséquence directe est la progression du *shadow banking* grâce à plusieurs moteurs. Le premier moteur est la déréglementation, ou plutôt les nouvelles sources de réglementations, qu'elles soient bancaires ou assurantielles. Bâle III demande une augmentation du capital et de la liquidité des bilans dans les banques, donc l'augmentation des commissions et des marges et la réduction du bilan. Cela touche surtout les petites entreprises ou les entreprises de taille moyenne qui ont des problèmes de financement. Le très bas niveau des taux d'intérêt a un impact conjoncturel très fort et provoque un appétit accru des investisseurs pour le rendement. Si les taux d'intérêt venaient à remonter, on verrait l'évolution de cette demande réelle, même si elle est structurelle. Le vieillissement de la population a aussi un impact via une épargne accrue, en prévision de la retraite notamment. La révolution numérique accélère ce mouvement avec l'émergence de nouvelles plateformes, de fournisseurs de données et de nouveaux processus qui trouvent leur source dans la crise bancaire que l'on a connue il y a quelques années. La défiance, après Lehman Brothers, a donné lieu à la réflexion autour de la *blockchain*, c'est-à-dire l'élimination des tiers de confiance traditionnels¹ et la façon dont on peut reconstituer des processus d'échanges, qu'ils soient sur le côté passif ou sur le côté actif, tout en conservant une certaine confiance. L'origine des limites se trouve dans la défiance vis-à-vis du système aujourd'hui, et la *blockchain* en est l'illustration. Aujourd'hui, il n'y a pas réellement de sujet de risques lorsqu'on parle de

1. Officiers ministériels (huissiers, notaires, ...), professions réglementées et supervisées par une autorité (banques et acteurs du monde financier, assureurs, juristes, ...)

financement en *B to B*, entreprises/investisseurs en direct ou par le biais d'*asset manager*. Le risque est plus sur le *sourcing*, où et comment trouver le papier. Dans notre entreprise, nous avons une expérience de financement de l'économie directe sous cette forme-là. La difficulté n'est pas tellement de trouver les investisseurs mais de trouver le bon papier à mettre en face et d'avoir un portefeuille de qualité à présenter.

Le deuxième niveau concerne les différences fondamentales qui existent encore aujourd'hui entre l'Europe et les États-Unis, entre la France et les États-Unis, sur la structure même du marché, de l'investissement et de l'épargne. Par rapport aux USA, la structuration du marché de l'épargne n'a rien à voir, pas plus que l'appétit pour le risque et le marché de l'épargne et la réglementation qui l'accompagne. Je crois qu'on pourra réellement parler de stabilisation des acteurs, que ce soit au niveau de la demande ou au niveau de l'offre, seulement après un ou deux cycles économiques complets. Il va falloir expérimenter un ralentissement ou une ou deux récessions avant de voir comment on stabilise cette offre et cette demande. Lorsqu'on met en relation directe le demandeur de financement et le financeur, et qu'on enlève l'amortisseur que sont les fonds propres des banques, toute perte en capital est prise directement. Lorsqu'on est un investisseur institutionnel, on diversifie ses investissements et on sait quels risques on prend *ex ante*. Lorsqu'on est un épargnant individuel, on ne le sait pas toujours. D'autre part, la culture financière dans nos zones européennes et en France en particulier n'est pas à la hauteur des instruments qui sont désormais mis à disposition. Il est essentiel, et au niveau de l'Association Française des Sociétés de Gestion nous insistons là-dessus, de développer l'éducation financière. Ne mettons pas dans les mains des épargnants des instruments qu'ils ne maîtrisent pas et/ou dont ils ne maîtrisent pas les effets en cas de ralentissement économique.

NICOLAS BARRÉ — Bruno Lafont vous représentez les émetteurs, c'est-à-dire les entreprises, les industriels. Vous êtes président d'honneur de Lafarge, mais aussi président du Collège des émetteurs de Paris Europlace, donc des entreprises qui recherchent des financements.

BRUNO LAFONT — Depuis dix ans, les entreprises ont beaucoup appris dans leur relation avec la finance. Ce qui leur importe avant tout est la capacité du système à fonctionner. En ce sens la désintermédiation est positive. Les grandes entreprises ont bien compris qu'elle permet de diversifier l'accès au financement et de rapprocher l'émetteur de l'investisseur. Je ne suis pas convaincu pour instant de l'impact macro-économique de la désintermédiation, mais je laisse ce débat aux experts. J'aurais tendance à dire qu'effectivement il faut parler de l'épargne, du volume d'épargne et de la qualité de l'allocation de l'épargne en investissement pour juger de la croissance. En revanche, je suis convaincu que la qualité et la compétitivité du financement des besoins de l'économie, et surtout de l'économie marchande, ont une importance et un impact clé sur la croissance et la prospérité. Le secteur bancaire y apporte sa contribution mais il est soumis au durcissement des règles et quant à la désintermédiation, elle doit encore progresser en dépit des contraintes et des débats. Du côté des grandes entreprises, le travail est bien avancé mais il reste à réaliser l'union des marchés de capitaux en Europe, ce qui permettra encore de diversifier et de permettre l'accès à des financements au sein de l'Europe. J'espère qu'on ira vite dans ce domaine.

La question essentielle porte sur les capacités des PME et TPE à se financer ? Force est de constater que ce secteur n'est pas ou n'a pas été la priorité du monde financier. Petits montants, nombre important de dossiers, perception de grandes complexités et de risques élevés. Au moment où nos enfants rêvent d'être entrepreneurs et où les mutations

technologiques vont entraîner beaucoup de changements et des besoins de capitaux, il me paraît nécessaire de se pencher en détail sur le financement des PME, des TPE et des start-ups.

Pour une désintermédiation de qualité, il faut évidemment des émetteurs, des investisseurs et des opérateurs pour les rapprocher. Du côté des émetteurs, il y a une grande variété de préoccupations : le démarrage, avec le financement du projet, la croissance et l'amortissement des à-coups. Nombreuses sont les TPE qui échouent parce qu'elles n'avaient pas prévu que leurs besoins en fonds de roulement augmenteraient. Elles ont besoin d'écoute sans perdre le contrôle, elles ont besoin de dettes à long terme, mais n'ont pas toujours les offres qui conviennent pour assurer la mise en place de leurs projets, et elles ont besoin, de temps en temps, de dettes à court terme pour financer les à-coups.

Elles ont donc besoin d'une palette d'instruments financiers dans tous ces domaines. Il leur faut de la créativité et la désintermédiation peut certainement y répondre, mais elles ont aussi besoin d'un système juridique solide et simple. Les plus anciennes doivent pouvoir envisager la transmission de leurs entreprises. À ce propos, en France, contrairement à l'Allemagne, on ne peut pas donner ses actions à une fondation, ce qui n'est pas un signe très favorable pour la permanence et la préservation des capitaux. Il faut aussi que les grands fonds institutionnels augmentent encore davantage leur pourcentage d'investissement dans les PME-TPE, parce que ce ne sont pas les 266 millions affectés qui vont relancer la prospérité et l'innovation.

Du côté des opérateurs, qui font une partie de l'intermédiation, il leur faut certainement des compétences en analyse-crédit, car c'est le début de la sécurité mais aussi des capacités de lutte contre la fraude, en coopérant de plus près avec les banques et les plateformes reconnues et capables d'attirer et de sécuriser les investisseurs. En bref, une

multitude d'actions et de problématiques et, à mon avis, une analyse détaillée des expériences en cours. Une qualification un peu plus macroéconomique devrait permettre de fixer les priorités et de donner un cadre à cette désintermédiation pour qu'elle puisse décoller. Je suis assez proche d'un chef d'entreprise qui organise des levées de fonds pour les TPE et je lui demandais ce qu'il faut exiger. Sa réponse : l'accès à des capitaux moins coûteux et une coopération plus grande avec les banques, notamment sur les systèmes de fraude. Il se rend très bien compte que les systèmes de *compliance* des banques ont leur force et qu'il y aurait grand avantage à les mutualiser tous.

La désintermédiation a un potentiel qui peut avoir un réel impact macroéconomique, mais elle ne peut pas totalement remplacer les banques dans le financement de l'économie. Trop souvent on laisse dire qu'on pourrait presque se passer des banques pour laisser place à la désintermédiation. Cela ne me semble pas possible pour au moins quatre raisons essentielles :

- Premièrement, il n'y aura pas de désintermédiation réussie sans la coopération du monde bancaire et peut-être sans une petite dose de régulation.

- Deuxièmement, la crise financière a montré que la désintermédiation peut être temporairement interrompue. En 2009, il n'y avait plus de marché, et seules les banques solides ont pu faire face et aider les entreprises.

- Troisièmement, nous avons besoin de banques solides également pour financer les TPE et j'espère que cela va redevenir un segment stratégique pour elles.

- Quatrièmement, les grandes entreprises, et même les TPE ou les PME qui exportent, ont besoin de la présence des grandes banques à l'étranger, et je m'étonne de voir des banques prendre leurs distances avec certains pays émergents, puisque c'est une source de stabilité, c'est une source de force pour la croissance économique mondiale dont nous dépendons aussi.

On ne connaît pas de pays qui marche sans un système bancaire solide et sans un contrôle efficace. La croissance en dépend et de même qu'il n'y aura pas de désintermédiation sans coopération avec le système bancaire, il n'y aura pas autant de croissance si nos banques ne participent pas au financement de l'économie. Avant d'introduire de nouvelles réglementations sur les banques, peut-être faudrait-il procéder à une étude d'impact. En résumé, l'entreprise a besoin de financement, de banques solides. La désintermédiation est certainement une opportunité, elle doit être bien gérée et, cette gestion et la capacité du système à fonctionner mieux en délimiteront la vitesse et la qualité du potentiel.

NICOLAS BARRÉ — Marie-Anne Barbat-Layani vous êtes directrice générale de la Fédération Bancaire Française. Vous représentez donc l'ensemble du secteur bancaire au plus haut niveau.

MARIE-ANNE BARBAT-LAYANI — La priorité stratégique des banques françaises est le financement des PME et des TPE. On peut toujours s'améliorer, mais en France, les chiffres parlent pour nous puisque environ 90 % des demandes de crédit d'investissement des PME sont acceptés dans le système bancaire. La France est le pays où le crédit bancaire pour les entreprises est le plus dynamique d'Europe, plus de 5 % de croissance annuelle. La situation est donc plutôt bonne chez nous. Ce n'est pas le cas partout. Dans la zone euro, certains pays sont en attrition de crédit ; en France on fait le nécessaire pour essayer d'être à l'écoute des PME et des TPE. Cela dit, le financement du capital ne peut pas reposer principalement sur le secteur bancaire et la question d'autres intermédiaires se pose. C'est une évolution réglementaire ancienne. Déjà, avec Bâle II, on a fait sortir très largement les banques du financement en capitaux.

De quoi parle-t-on quand on parle de désintermédiation ? Je vois deux domaines. D'abord il y a la désintermédiation classique, largement évoquée : c'est la désintermédiation du financement que j'appelle plutôt « débilancialisation ». Ce n'est pas véritablement une désintermédiation dans le sens où il y a des intermédiaires. Les plateformes de *crowdfunding* sont des intermédiaires, les fonds sont des intermédiaires différents. Le phénomène effectivement très important est qu'il y a moins de financement qui passe par le bilan des banques.

Le deuxième domaine, un peu plus à la mode, est la désintermédiation numérique. En effet, avec le numérique, un certain nombre d'acteurs nouveaux cherchent un accès aux clients des banques et leur proposent directement des services qui étaient auparavant proposés par la banque. C'est pour les paiements, – sujet très important pour l'économie – que la désintermédiation se pose le plus. Il y a des points communs entre ces deux formes de désintermédiation. Ce n'est pas qu'un sujet financier, c'est aussi un sujet d'économie politique qui est très peu pensé, peu analysé. Certains mouvements ont été décidés plutôt dans des cénacles techniques de réglementation, il n'y a pas eu véritablement de choix politique. Nous avons d'ailleurs été très intéressés par les propos d'Emmanuel Macron qui, dans sa campagne, a plusieurs fois indiqué que ces questions de régulations bancaires devaient être évoquées au niveau politique. On ne va pas demander au ministre des Finances ou au chef de l'État de calculer des ratios bancaires, mais il faut être capable de leur proposer des choix éclairés sur les directions à prendre. Si on prend le premier sujet qui est la désintermédiation du financement, la fameuse « débilancialisation », deux chiffres parmi ceux qui ont été cités sont très importants. En Europe continentale, le financement des entreprises passe encore pour 70 à 80 % par le crédit bancaire. Aux États-Unis, le ratio est strictement inverse, c'est 30 % de crédit bancaire, 70 % de financement par le marché.

Encore faut-il comprendre pourquoi et se poser les bonnes questions au moment où en Europe, pour différentes raisons, on a décidé implicitement d'aller dans ce sens. En France, le mouvement de «débilancialisation» va assez vite. En 2009, nous étions encore à ce fameux ratio de 70 % de financement bancaire par le crédit, 30 % de financement par le marché. Aujourd'hui, nous sommes à 61 % de financement par le crédit bancaire, 39 % par le marché. Le mouvement s'accélère en France pour deux raisons majeures. La première, c'est la présence importante de grandes entreprises qui ont le plus directement accès au marché ; ce n'est pas demain la veille que les PME, mais surtout les TPE, vont aller financer un four de boulanger sur les marchés à New-York !

La deuxième raison est que le modèle bancaire français de banque universelle, présent aussi bien dans le crédit que dans la banque de financement et d'investissement, et qui accompagne toutes les entreprises, quelle que soit leur taille fait qu'on est à même d'accompagner ce mouvement. Cette évolution, fondamentale pour l'Europe, s'explique notamment par la réglementation financière qui, après la crise, a fait deux choix : celui de peser sur la taille des bilans des banques et non plus uniquement sur la gestion des risques et celui d'encadrer solidement la transformation. Il y a à la fois de bonnes raisons à ça, notamment la réglementation de la liquidité qui était l'un des grands domaines d'insuffisance avant la crise, mais il y a aussi des raisons implicites sans qu'il y ait eu véritablement de choix. Je suis frappée qu'avec des enjeux gigantesques derrière ce mouvement, il n'y ait pas eu de réflexions éclairées ou objectives prises au bon niveau, c'est-à-dire par exemple en Europe, au niveau du Conseil Ecofin. Si on épluche toutes les conclusions du Conseil Ecofin depuis la crise financière, on voit qu'il n'y a jamais eu de choix explicite quant à la direction à prendre – plus de financement de marché, moins de financement par le crédit ? – et pas de réflexion sur ce que

ça pouvait impliquer pour l'Europe. Certes il y a une volonté de diversification des financements, mais lorsque ces choix ont été faits, on n'a pas forcément compris leurs implications ni ce qu'il fallait faire en Europe pour qu'ils se fassent dans de bonnes conditions à la fois en termes d'accès au financement mais aussi d'indépendance financière de l'Europe.

Quels acteurs vont sortir victorieux de la désintermédiation ? L'Europe veut-elle aller vers un mode de financement à l'américaine *i.e.* passer de 70/30 à 30/70 ? Ce mouvement est considérable et ne peut pas se faire tout seul. Aux États-Unis, l'un des moteurs les plus puissants de ce poids des financements de marché est la titrisation par le biais d'agences parapubliques comme Freddie Mac et Fannie Mae, qui sortent les crédits des bilans des banques et les mettent massivement sur les marchés. Rien de tel n'existe en Europe. Nous avons un projet d'union des marchés de capitaux mais il ne permet pas d'aller dans ce sens-là. Nous n'avons pas réfléchi non plus au choix que cela signifie pour les investisseurs, pour les épargnants en termes de volatilité par exemple. Les entreprises européennes sont-elles préparées ? Les épargnants européens sont-ils préparés ? C'est une vraie question.

Que se passe-t-il dans le domaine des paiements en matière d'intermédiation numérique ? Une directive européenne, puisque c'est souvent l'Europe qui prend ce type de décision au niveau réglementaire, impose aux banques d'ouvrir l'accès aux données des comptes de paiement de leurs clients à de nouveaux intermédiaires qui sont des agrégateurs de comptes ; ils font la synthèse de nos comptes bancaires éventuellement à des tiers de paiement, qui sont des acteurs nouveaux qui n'existent pas en France mais existent par exemple en Allemagne avec un acteur qui s'appelle *Sofort*. Ils font des opérations de paiement sur les comptes. C'est assez révolutionnaire, mais un peu compliqué à gérer et cela pose d'énormes problèmes de cybersécurité. C'est l'un des gros enjeux de la régulation parce

qu'on n'assiste pas en réalité à une désintermédiation, mais à l'apparition de nouveaux intermédiaires ; c'est ce que j'appelle la « bookingisation » puisqu'il n'y a pas de modèle économique de l'intermédiation en matière de paiement. Personne n'acceptera de payer quelqu'un pour qu'il fasse un paiement à sa place. Le modèle économique sera ailleurs, dans la vente de données personnelles par exemple. Ce sera un choc culturel absolument gigantesque entre le monde bancaire qui est historiquement et consubstantiellement bâti pour protéger les données et les fonds de ses clients, et un monde de l'*open data* qui est celui du numérique et du digital. Comment assurer la protection du client ? Comment le convaincre d'accepter que ces données soient commercialisées, soient monétisées ? Aujourd'hui, la protection du client et son information reposent dans le domaine financier sur des contraintes qui pèsent sur les acteurs financiers. On demande par exemple aux banques d'être sûres de leurs prestataires extérieurs. Dans un monde de désintermédiation ou de nouvelle intermédiation, comment évoluent les infrastructures ? C'est vraiment un domaine dans lequel la réflexion économique et d'économie politique doit se développer parce qu'on ouvre, par cette directive que j'ai évoquée, le domaine des paiements et donc des infrastructures de paiement, mais on le fait sans réflexion économique. Dans tous les autres domaines, que ce soit le transport, l'électricité, les télécoms, s'est posée la question des infrastructures, de leur financement, de leur régulation. Quelles sont les obligations des opérateurs présents, des nouveaux, comment organise-t-on les péages ? Il n'y a rien de tel dans le secteur financier. On sait que le politique est derrière, mais qui ? Si on suit les gourous du monde digital, on voit qu'on a des acteurs français ou européens, mais demain on peut avoir juste des grandes plateformes internationales qui ne payent pas leurs impôts, particulièrement en France. Pour résumer j'aimerais, non pas dire que les banques sont inquiètes parce que le modèle

bancaire français est un peu attrape-tout, mais interroger les politiques parce qu'il y a des conséquences politiques fortes, par exemple sur le financement des PME.

NICOLAS BARRÉ — Nous avons ici un régulateur en la personne de Saeb Eigner, Président de la *Dubai Financial Services Authority*. Vous êtes aussi dans le business avec une activité privée, basée à Londres.

SAEB EIGNER — Les régulateurs ont réagi à la crise financière par des réformes dont l'élaboration a duré plusieurs années et qui sont depuis peu considérées comme achevées. Mais dans notre hâte de résoudre le problème des acteurs dits *too big to fail*, nous avons échafaudé un fardeau réglementaire d'une telle complexité que de nombreux pays et institutions et sociétés pourraient être qualifiés de *too small to comply*, trop petits pour s'y conformer. Et voilà que ce phénomène de la désintermédiation s'est accru. Les prêteurs ont utilisé de nouvelles contraintes réglementaires pour restreindre le crédit donnant naissance à d'autres formes de prêts. Autre conséquence involontaire des nouvelles réglementations sur les capitaux et la liquidité que le fait que les institutions financières ont rempli moins efficacement leur rôle de soutien à la croissance économique. Avec l'effet de *push* de la politique monétaire et l'effet de *pull* de la réforme réglementaire sur le secteur financier traditionnel, nous avons assisté à une ascension rapide de la FinTech. Dans une enquête récente conduite par l'Institut de la Stabilité Financière, on voit que la numérisation de la finance s'est peu à peu imposée comme la préoccupation première de beaucoup de régulateurs dans le monde. Avec le progrès technologique, le problème de la cybersécurité, est rapidement passé au premier rang des motifs d'inquiétude des régulateurs. La sécurité des données est une question tout aussi cruciale, avec l'utilisation de la

technologie du *cloud*. Les risques sont très sérieux. Pour faire écho à un commentaire dans une lettre récente de Swift à ses clients, la menace est extrêmement tenace. Sophistiquée et prompte à s'adapter, elle n'est pas prête de disparaître. Les régulateurs doivent donc se pencher sur les problèmes de stabilité financière et sur la question de la cybersécurité qui peut inclure le risque d'une mauvaise conduite systémique. Face à ces risques, les régulateurs et les services de conformité doivent se pencher sur leur pôle de talent et maintenant, en plus, sur l'intelligence artificielle. Je suis d'accord avec mes deux collègues qui viennent de dire qu'on ne peut pas remplacer les banques. Et dans ce contexte je ne peux pas m'empêcher de faire l'analogie avec le contrat social d'une part et un contrat fondé sur une application d'autre part. On doit réfléchir : les banques ont joué leur rôle dans les crises. Un autre problème qu'il convient de soulever ici est la limitation de l'approche taille unique. Les régulateurs prudents doivent concentrer leur attention sur les participants du marché, les plus importants au plan systémique et les plus actifs au plan international, qui constituent un risque pour le système financier mondial. Appliquer avec ardeur les mêmes règles en matière de capitaux et liquidité aux plus gros et aux plus petits finit souvent par écraser et écarter les plus petits d'entre eux. Les institutions domestiques sont indispensables pour faciliter la croissance des petites et moyennes entreprises.

En dernier lieu, je souhaiterais réitérer mon appel à une éducation financière systématique qui agirait comme un antidote partiel à la division sociale. Ces derniers temps, le secteur bancaire semble avoir perdu son rôle d'acteur civique fiable au sein de la société. Les inégalités économiques sont largement perçues comme une cause première des séismes politiques auxquels nous avons assisté en 2016 et en 2017 et qui menacent toujours de resurgir. Résoudre ces difficultés devrait figurer en tête des principales priorités de chaque décideur. Ces

problèmes ont un dénominateur commun non seulement dans l'univers financier et réglementaire mais aussi dans la sphère politique et dans les bouleversements qui ont fait perdre de vue aux politiciens les raisons-mêmes de leur élection. Raisons que nous défendons, en tant que banquiers et régulateurs. Au début de ma carrière, les banquiers étaient perçus comme des piliers de la société. Il en était de même pour les régulateurs. Est-ce bien ainsi que la société nous perçoit aujourd'hui ? En France, je ne sais pas, mais en Amérique et en Angleterre, c'est fini. Les choses les plus simples comme l'ouverture d'un compte bancaire ou la recherche de financement pour créer une entreprise, sont devenues un véritable cauchemar en termes de procédure. Les jeunes aujourd'hui qui tiennent les clés du futur rejoignent ceux qui n'ont pas pleinement bénéficié des richesses extraordinaires qui ont été créées. Ce sont les jeunes qui abandonnent les institutions financières autrefois fiables et bien établies, et qui préfèrent se tourner vers leurs pairs et vers l'innovation. Ils nous demandent de faire preuve d'empathie et d'esprit d'égalité, qualités que l'on ne nous reconnaît guère. J'ai été frappé par une phrase que j'ai lue dans *The Economist* et que je traduis ainsi : « En prenant la décision de nous tenir à l'écart de la politique, nous prenons la décision de permettre à d'autres de la façonner et d'exercer un pouvoir sur nous. » Cette idée a trouvé un écho parmi les jeunes dont beaucoup au Royaume-Uni, regrettent à présent de n'avoir pas voté au référendum sur le Brexit et se sont massivement rendus aux urnes lors des dernières élections. Le message que les jeunes nous envoient est parlant. C'est un signal positif, à nous d'être à la hauteur du défi et d'agir en conséquence.

NICOLAS BARRÉ — Sarah Corne, vous représentez en quelque sorte l'avenir de la finance puisque vous dirigez une plateforme de *crowdfunding* qui s'appelle Ulule. Le *crowdfunding* est peut-être l'avenir de la finance, mais le secteur reste quand-même tout petit. On parle en centaines de millions d'euros

quand la production de prêts par le secteur bancaire en France se chiffre chaque mois en dizaines de milliards d'euros.

SARAH CORNE — Ulule est une plateforme de financement participatif qui permet à des projets culturels, solidaires et entrepreneuriaux, de se faire financer par le public. Et donc pour comprendre le *crowdfunding*, il faut comprendre les différentes réalités du financement participatif et les différents métiers. Dans le financement participatif il y a évidemment le *crowdfunding* en *equity*. Le principe est simple : on investit dans des TPE et on a évidemment un retour financier sur les projets. Il y a de très belles plateformes françaises qui se sont lancées en *equity*, je pense notamment à Wiseed. Il y a des plateformes de prêts, comme Unilend qui aujourd'hui se développent très fortement. D'ailleurs, le prêt peut être rémunéré ou non. Et il y a un troisième métier, celui qui concerne Ulule, qui est un métier dans lequel ce qu'on appelle le *reward-based crowdfunding*, est un *crowdfunding* où, quand on investit, quand on soutient un projet, on ne cherche pas de retour financier. On cherche à participer à une histoire, à une aventure entrepreneuriale. En échange de cette contribution, on va acquérir de l'expérience, rencontrer le porteur de projet, avoir un produit en avant-première quand on est dans le cas d'un produit vendu par un entrepreneur. On peut avoir des contreparties tangibles mais jamais de retours financiers. C'est important pour bien comprendre les différentes réalités du financement participatif. Ulule aujourd'hui, c'est un peu plus de 18 000 projets qui ont été financés depuis la création en 2010, à travers une collecte de près de 90 millions d'euros. Ce ne sont pas des chiffres considérables dans le monde financier mais il est intéressant de voir l'accélération très forte que le *crowdfunding* a connu, ces deux, trois dernières années : 40 % entre 2015 et 2016 sur tous les métiers du *crowdfunding*, y compris le nôtre. Il est intéressant d'analyser un peu les

facteurs de ce développement remarquable du financement participatif.

Un premier facteur pour les porteurs de projets est la rapidité et la facilité d'accès à un financement. Une campagne de *crowdfunding* dure 45 jours en moyenne. Cette rapidité permet de comprendre pourquoi il y a autant de porteurs de projets, autant d'entrepreneurs, qui viennent se financer via le *crowdfunding*. Il y a eu trois vagues de typologies de projets. D'abord la vague de projets culturels ou artistiques, puis une vague de projets associatifs, solidaires et citoyens, et enfin cette vague entrepreneuriale qui est aujourd'hui très importante. Actuellement, sur Ulule, plus de 30 % des projets sont portés par des entrepreneurs. Et, parmi les particuliers qui portent des projets, on estime à 15 % ceux qui vont se transformer en projet d'entreprise. Pour ces porteurs de projets, le financement participatif est un moyen très simple d'aller chercher du financement dans un contexte où les banques ont été plus frileuses ces dernières années sur certains types de financement, où les subventions se réduisent car les collectivités territoriales ont moins d'argent. Peut-être que le secteur financier n'a pas pu ou ne peut pas financer tous les projets. Sur Ulule on voit des projets qui sont en amorçage, des projets plutôt atypiques qui émergent, et qui ne pourraient exister sans financement par la foule.

Le deuxième facteur est la question du sens. Aujourd'hui, cette évolution du financement participatif est le reflet d'une génération qui a envie d'être acteur de son propre changement, de prendre les rênes, d'entreprendre sans plus attendre et de contribuer à des projets qui ont du sens et qui très souvent remettent l'humain au cœur de l'entreprise, avec un impact social, environnemental et sociétal fort. Il est très important de comprendre que la société civile veut aussi choisir les projets, ce qui n'est pas possible dans le secteur financier classique, et veut avoir un accès direct aux entrepreneurs. Ce qui intéresse les

contributeurs sur Ulule, c'est d'être mis en contact directement avec un porteur de projet, un entrepreneur, et de faire partie de l'histoire. Est-ce que le *crowdfunding* va remplacer les banques ? Évidemment non. Nous restons convaincus que le *crowdfunding* est très complémentaire des banques, puisque les porteurs de projets qui viennent nous voir sur nos plateformes, cherchent un financement complémentaire de financements bancaires plus traditionnels, complémentaire de subventions. Les porteurs de projets, les entrepreneurs, viennent chercher autre chose que du financement sur les plateformes de *crowdfunding*. Ils viennent chercher une façon de tester leur produit, leur idée, leur concept, auprès d'un public. C'est très important de se mettre dans une dynamique de co-crédation, d'avoir un retour. Le *crowdfunding* a un peu réinventé la façon dont on faisait une étude de marché et la capacité à fédérer une communauté. Quand on réussit une collecte, on n'a pas seulement levé de l'argent, on a aussi agréé un très grand nombre de personnes autour d'un projet.

Chez Ulule, nous avons développé assez rapidement des partenariats avec des banques, qui s'intéressaient à l'émergence du *crowdfunding*. Nous avons conclu un premier partenariat avec BNP Paribas et je voudrais citer deux exemples très concrets de synergies intéressantes. Nous avons lancé une plateforme de *crowdfunding* en Belgique, en marque blanche, avec Hello Bank, qui voulait tester le financement participatif. En fait, Hello Bank a compris assez vite, dans le cadre de notre partenariat, que le moment de lancement d'un projet entrepreneurial, était un moment clé pour un entrepreneur. C'est un moment clé dans une vie et la banque a un rôle à jouer à ce moment-là. Ils ont lancé cette plateforme qui s'appelle *Hello Crowd* et représente aujourd'hui un nouveau mode d'acquisition de clients, d'entrepreneurs, pour la banque.

Dans notre partenariat avec BNP Paribas, le vrai défi est que le *crowdfunding* soit vraiment intégré dans l'analyse des

dossiers pour les banquiers et offre une vraie garantie pour d'autres services financiers. C'est ce que nous sommes en train de réussir en lançant un pilote qui va permettre à tous les entrepreneurs qui passent sur Ulule, qui réussissent leur campagne de *crowdfunding*, d'avoir un accès facilité à du crédit à taux bonifié. Pour nous c'est une petite victoire parce qu'on sait bien que le *crowdfunding* est un tremplin, mais qu'évidemment, tous ces entrepreneurs créateurs ont besoin d'autres types de financement pour changer d'échelle.

LA PAROLE AUX ÉTUDIANTS — Guillaume Kervern, EM Lyon. Ma question concerne le *crowdfunding*, et j'aurais aimé avoir l'avis de plusieurs intervenants. Je me demandais dans quelle mesure on peut le voir comme un financement plus démocratique, dans le sens où on va confronter des projets à l'avis du grand public qui va avoir des valeurs différentes, comme la solidarité ou la protection de l'environnement, que celles des acteurs plus classiques qui vont s'intéresser davantage à la solvabilité ou à des conditions qui expliquent qu'ils vont être peut-être plus frileux dans certains cas. Dans quelle mesure cette démocratisation du financement existe-t-elle ou non ?

SARAH CORNE — Oui le *crowdfunding* est un véritable outil de démocratie participative puisqu'on donne une voix très importante aux contributeurs, au grand public pour plébisciter ou non un projet. Nous essayons de travailler davantage avec les collectivités par exemple pour nous inscrire dans une démarche qui sera plus *bottom-up* que *top-down* comme on peut le voir. On décide de grands axes d'interventions, de grandes causes ou d'organisations que l'on souhaite financer. L'idée est de faire confiance au public pour sélectionner des projets et valider la pertinence ou non d'un projet. C'est donc un nouveau mode de financement démocratique de projets.

NICOLAS BARRÉ — C'est peut-être démocratique, ce n'est pas forcément moins cher que le financement bancaire ?

MARIE-ANNE BARBAT-LAYANI — Cela dépend, il y a deux catégories. Il y a le *crowdfunding* qui est en fait du financement de business et il y a du financement gratuit dont les gens attendent autre chose qu'une rémunération de leur participation. C'est un vaste sujet même s'il est quantitativement aujourd'hui assez limité. Il intéresse les banques parce qu'il permet de franchir un certain nombre de barrières, de fréquenter le monde de l'associatif, du *non-profit*, etc. Les entrepreneurs, les créateurs d'entreprises ont besoin d'accompagnement parce qu'ils se demandent souvent ce qui pêche et, au-delà du test initial de marché, si les gens vont s'intéresser à leur projet et s'ils vont tenir la route sur le long terme. Les plateformes de *crowdfunding* ne sont que d'autres formes d'intermédiaires financiers, soit sur les capitaux propres, les petits, soit sur les prêts, souvent plus chers d'ailleurs que dans les banques. Mettre directement en relation le prêteur, personne privée, avec une entreprise pose d'ailleurs un problème de prise de risque. Est-ce plus démocratique ? Il y a un historique dans le financement qui a toujours été de se rapprocher du terrain et des clients. Nous avons une longue histoire en France avec les banques coopératives par exemple qui ont été créées pour être proches de catégories de population qui se sentaient exclues du crédit, agriculteurs, petits entrepreneurs, etc.

Il y a eu la vague très intéressante et dont on ne parle pas assez du micro-crédit dans lequel nous nous sommes beaucoup investis à la Fédération Bancaire Française, parce que là aussi on touche d'autres catégories de population. Aujourd'hui, le *crowdfunding* fait des choses différentes avec les moyens considérables du numérique qui permettent de concilier des approches qui indiquent une très forte demande de la société

de s'impliquer auprès des fonds d'investissements socialement responsables. On le constate en matière d'éducation financière. À la FBF, nous avons un vaste programme d'éducation financière qui s'appelle les « Clés de la banque », dont le site est très fréquemment consulté parce que les gens ont vraiment besoin de comprendre, de s'investir personnellement ce que permet le *crowdfunding*.

PHILIPPE SETBON — Je n'opposerai pas les deux systèmes parce qu'ils sont très complémentaires. En tant qu'individus, nous avons au cours de notre vie, plusieurs projets différents que nous poursuivons soit en parallèle soit successivement. Je peux avoir comme envie de financer le projet du magasin de quartier à côté de chez moi, mais en même temps, j'ai besoin de préparer le projet de ma résidence principale ou de préparer ma retraite. On voit bien que dans un cas, je peux participer à un projet sans en attendre de retour financier ; en revanche quand je prépare ma retraite, j'ai besoin d'un retour financier pour me prémunir contre l'inflation et préparer mes besoins futurs. Par exemple, en tant que société de gestion collecteur d'épargne, nous recevons des demandes de rendements associées parce que les épargnants eux-mêmes, nous tous, avons besoin dans le futur de pourvoir à nos besoins ou de contribuer à différents projets.

QUESTION DU PUBLIC — Ma question est double. D'une part j'aimerais savoir quels sont les investisseurs et les prêteurs de ces plateformes et comment vous les sélectionnez ? Quelle est leur exigence en termes de durée de leur intervention ? Mais j'ai été un peu déçue, pas dans le sens péjoratif du terme, de conclure de moi-même qu'en fin de compte, vous allez tout simplement être des courtiers des banques. J'ai peur que ce courant se transforme. Pourquoi ? Est-ce que c'est une exigence financière ou la hauteur des moyens des gens ?

SARAH CORNE — Ulule s'est toujours développé sur fonds propres jusqu'à septembre 2016. On a eu cette chance d'avoir des fondateurs qui avaient à cœur de démontrer qu'il y avait un modèle économique viable, avant de se développer, avant de lever des fonds et avant de dépenser les fonds levés. Nous sommes arrivés à l'équilibre, en étant une plateforme généraliste, avec un très grand volume de projets. Ulule est aujourd'hui une des seules plateformes viables dans notre métier en France. Nous avons levé 5 millions de fonds pour grandir. Nous sommes leader européen, notre défi est d'être dans les deux, trois grandes plateformes mondiales. Cette levée de fonds nous permet d'investir et de monter des équipes dans différents pays.

Est-ce que demain les plateformes de *crowdfunding* vont toutes être rachetées par les banques ? Récemment notre concurrent a été racheté par la Banque Postale. Je ne vais pas parler à leur place. Ce qui nous anime chez Ulule, c'est de rester indépendant et d'être complémentaire des modèles bancaires. Des milliers de projets n'existeraient pas sans le *crowdfunding*. Je ne pense pas aujourd'hui que les banques aient la capacité de faire notre métier, en tout cas pas sur ce volet *reward-based*, de comprendre les usages, d'être capables d'accompagner ces entrepreneurs sur autre chose que du financement. La simple lecture financière du projet ne permet pas d'aider un porteur de projet à réussir sa campagne de *crowdfunding* ; il est très important de fédérer une communauté.

SAEB EIGNER — Je souhaiterais dire trois choses. Premièrement, au départ les sociétés qui souhaitaient se lancer, utilisaient le *crowdfunding* pour lever du capital. Mais aujourd'hui, les choses ont changé et les sociétés l'utilisent pour obtenir des actions de capital, des emprunts. Les plateformes de *crowdfunding* font ce que les banques faisaient traditionnellement. Mais s'ils empruntent via ces plateformes,

c'est beaucoup plus cher, et il y a de bonnes raisons à cela. Si la banque propose un taux à 2 %, les plateformes le proposent à 8 %. Pour les régulateurs, si on réglemente le *crowdfunding*, tout le monde va dire qu'on veut le faire disparaître mais si on ne réglemente pas, les sociétés perdent leur argent et tout le monde va demander pourquoi aucune réglementation n'a été mise en place. C'est donc très compliqué, mais je crois que le *crowdfunding* doit rester sur ce qu'il faisait à l'origine pour les sociétés, c'est-à-dire voir la capacité de leur action et ne pas entrer dans le domaine bancaire et financier. Ces plateformes n'ont pas l'expertise, ils n'ont pas les départements de crédit, etc. C'est aussi pour ça qu'ils ont des taux à 8 % ou 10 %. Je crois que c'est bien d'avoir le *crowdfunding*, pour les raisons sociales précitées, même si c'est commercial. Mais je ne pense pas que ce soit une bonne chose qu'ils entrent dans le domaine bancaire et financier sans être régulés.

ANDRÉ CARTAPANIS — J'ai deux questions rapides. La première concerne les vertus respectives de la finance directe et de la finance indirecte. On dit toujours que la finance indirecte a pour avantage d'être plus sûre, donc par le jeu des banques, mais de coûter finalement un peu plus cher ; la finance directe au contraire, peut permettre de faire des économies. Est-ce que les entreprises qui sont allées vers la finance directe en ont pleinement bénéficié, autrement dit ont-elles eu un coût du capital affaibli ? La deuxième question concerne la réglementation bancaire aux États-Unis. Un démantèlement de tous les engagements qui avaient été pris dans le cadre de la présidence Obama est en cours. Que vont faire les banques françaises par rapport à cela ?

BRUNO LAFONT — Le financement d'économie compétitif, la désintermédiation et l'accès direct aux marchés ont permis des optimisations, d'ailleurs avec l'aide des banques,

qui n'auraient pas pu avoir lieu. Se pose aussi la question de la taille des crédits ou des obligations que l'on peut lever à certains moments en fonction de l'appétit des marchés. Il faut aussi respecter les échelles de *credit management*, de contrôle de risques.

MARIE-ANNE BARBAT-LAYANI — Que vont faire les banques françaises ? D'abord, ce ne sont pas les banques qui décident de la réglementation, il y a des autorités pour cela. Mais au risque de surprendre, je vous dirai que les banques n'y sont pas opposées. Nous avons soutenu de nombreuses réglementations, nous avons toujours considéré que si le secteur bancaire français a bien traversé la crise, s'il n'y pas eu de nationalisation, s'il n'y a pas eu de coût net pour les finances publiques, c'est en partie grâce à une tradition de régulation et de supervision assez exigeantes en France, qui ont créé un écosystème plutôt stable. Ensuite, il y a des questions de concurrence. Les BFI, les banques de financements et d'investissements américaines, gagnent des parts de marché en Europe, de manière considérable depuis quelques années. S'il y a une déréglementation aux États-Unis et si l'Europe crée une espèce de fardeau supplémentaire en matière de réglementations, qu'obtiendrons-nous ? Nous aurons des acteurs beaucoup plus agiles qui vont continuer à prendre des parts de marché, ce qui pose un vrai problème d'indépendance. Le *de-risking* est aussi une question d'extraterritorialité d'un certain nombre de réglementations américaines. C'est une question à tiroir dont on peut encore parler !

VALÉRIE MIGNON — La désintermédiation progresse à vive allure, mais en Europe, on est loin d'atteindre les niveaux connus aux États-Unis. Parmi les limites qui nous empêchent d'atteindre le modèle américain mises en avant dans cette session, la plus importante est l'éducation financière. Beaucoup d'éléments vont cependant très clairement dans le sens d'une

progression de la désintermédiation, parmi lesquels les aspects réglementaires, l'accès aux marchés financiers pour les grandes entreprises, l'essor des nouvelles technologies permettant d'offrir de nouvelles opportunités de financement aux PME et bien entendu le développement du financement participatif. Cela dit, les banques restent des acteurs essentiels du financement des entreprises, notamment pour les PME et TPE. Il ne faut pas voir la finance alternative comme un substitut de la finance classique, mais comme une source de financement complémentaire au prêt bancaire. En conclusion, je dirai que la désintermédiation ne signifie évidemment pas la fin des banques, mais plutôt l'émergence d'un nouvel équilibre entre finance intermédiée et finance alternative qu'il convient de trouver aujourd'hui.

QUELLE VALORISATION DE LA RICHESSE ?

COORDINATION **É. Raynal** (*La Parole aux Étudiants*)

CONTRIBUTIONS **P. Barbizet** (*Artémis*)
 D. Filippova (*OuiShare*)
 Ch. Kamayou (*MyAfricanStartup*)
 Ph. Vidal (*CIC*)

MODÉRATION **B. Tassart** (*RTL*)

ÉLISABETH RAYNAL — Quelle valorisation de la richesse ? Voilà une question absolument univoque. On attendrait donc une réponse simple. Trop simple car le sujet d'emblée nous submerge. Richesse = somme de tous les biens, les moyens, les revenus, susceptibles de combler, de satisfaire les besoins et les désirs des hommes. On pense au mythe de l'Atlantide dont la prospérité ne connaît pas de limites. Notre sujet, lui, a-t-il des bornes ? Tentons de le circonscrire. Pour l'économie, la richesse est ce qui représente une valeur marchande. Construire un patrimoine, un capital, et l'accroître, telle est la pensée sous-jacente. Les motivations sont aussi diverses que les formes de richesse sont nombreuses. Certains veulent faire du profit, d'autres pensent réinvestissement matériel ou humain. Où se placer ? Les méthodes d'évaluation des richesses sont très nombreuses, elles se basent sur la valeur des biens ou des services, leur

utilité, le travail nécessaire à leur production, l'attractivité. Qu'appelle-t-on valorisation en économie ? Dans l'entreprise, c'est un processus qui est obtenu par des manœuvres souvent volontaires pour engendrer une hausse de la valeur marchande. Valoriser une richesse, c'est donc croire en fait que les acteurs d'une économie ont tous un intérêt personnel et collectif à prospérer. À l'ère de la transformation numérique, avec la rapidité des flux, la dématérialisation des données, nous voici face à de nouvelles perspectives et donc de nouvelles richesses. Quelles sont-elles vraiment ? Quels propriétaires en serons-nous ? Et comment les valoriserons-nous ?

Il faut se demander d'une part comment valoriser les richesses produites par nos entreprises puis réfléchir à la façon dont on spéculer sur ces richesses. Il faut réfléchir ensuite au nouveau modèle de croissance qu'engendrent nos start-ups. Et enfin toutes ces richesses que nous produisons, que nous exploitons, que nous voulons posséder et transmettre, jusqu'à quel point en sommes-nous propriétaires ? Comment considérer nos ressources naturelles et quelle place accorder aujourd'hui à notre capital humain ?

Les entreprises d'aujourd'hui font attention à deux paramètres principaux pour valoriser leur patrimoine, d'une part la rentabilité de leur business model et également l'exposition aux risques. Le but de l'entreprise c'est d'être rentable, c'est ce qu'on appelle la valeur marchande. Cette valeur marchande est ensuite placée en bourse, nous spéculons dessus, c'est grossièrement la valeur boursière. On se trouve ici face à un paradoxe : la spéculation se défie des valeurs réelles, en oubliant bien souvent la réalité de la valeur marchande. Elle s'intéresse au *buzz* de l'offre et de la demande, un peu auto-entretenu. Donc on essaye de rendre nos entreprises plus valables mais on se défie des richesses réelles sur les marchés boursiers. Quel est donc le sens de nos estimations ? Nos entreprises n'entretiennent-elles

pas une image de marque parfois surcotée ? Tout va très vite. 65 % des métiers qu'on exercera dans vingt ans n'existent pas encore. Comment accompagne-t-on cette transition ? La politique ambiante pousse chacun à l'entrepreneuriat et de fait, la distorsion aujourd'hui entre le travail et le capital donne raison à cette vision. Le salaire n'est plus la seule source de revenus dans un monde ubérisé. On prône donc l'économie du partage où chacun est responsable des richesses qu'il produit. Cependant la question du risque de l'entrepreneur est toujours là, dissimulant une réalité sociale parfois mal acceptée. Ceux qui osent et qui entreprennent sont souvent ceux qui ont la possibilité d'échouer. Entreprendre, est-ce créer de l'emploi ou est-ce créer du capital ?

Enfin, le tournant numérique n'entraîne pas systématiquement le consumérisme. Les préoccupations environnementales aujourd'hui sont au cœur de nombreux enjeux. L'entrepreneuriat appelle à une responsabilisation qui peut être écologique. En effet, nos ressources naturelles ne sont pas inépuisables. Comment nos richesses pourraient-elles l'être ? Par exemple, les limites des ressources en pétrole sont préoccupantes. Plus sensible encore la question de l'eau, cet or bleu qui est monnayable dans de nombreux pays. Dans le métro parisien l'autre jour, une publicité a attiré mon regard ; elle présente un enfant qui rêve : « Plus tard, je téléguiderais les nuages ». L'ère du numérique semble rendre possible tous ces rêves d'enfants. Est-ce souhaitable ? Et si nous réalisons celui-ci, que ferons-nous de tous ces nuages capitalisés ? Se battrait-on pour faire la pluie et le beau temps ? Tout peut-il s'acheter et se vendre ?

Remettons du sens dans notre chasse au trésor et reposons en fait le sujet en ces termes ; quelles richesses voulons-nous vraiment valoriser et pour quelles plus-values ? Quelle place laisserons-nous au capital humain, seule richesse digne à faire fructifier pour elle-même ?

BÉNÉDICTE TASSART — Patricia Barbizet, vous êtes la directrice générale d'Artémis, holding de la famille Pinault, et vice-présidente du Conseil de Kering et vice-présidente de Christie's. Selon vous, quelle sera la richesse de demain ?

PATRICIA BARBIZET — La première question est celle de la nature de la richesse. Qu'est-ce qui fait la richesse d'un pays, la richesse d'une entreprise ? De quoi sera-t-elle faite demain et comment s'y préparer ? Elle pose aussi la question de la juste mesure pour reprendre l'expression d'Aristote, au sens propre de la richesse comme évaluation, comme mesure, et aussi au sens moral, le juste équilibre dans un contexte qui a été marqué par la démesure des crises financières, mais aussi politiques. L'économie financière, donc la richesse, ne peut pas être exclusive d'une vision sociétale, de la création et du partage de la richesse, ça devient même une urgence politique. Stiglitz¹ l'avait dit, « Deux tiers de la richesse d'un pays provient de l'immatériel. »

Deuxième remarque, nous vivons effectivement dans un monde où le chiffre est devenu la grandeur commune ; tout se traduit en chiffre, tout a un prix même ce qui n'en n'a pas. Trois exemples. Les richesses naturelles, la grande barrière de corail a été estimée – on a l'impression que ça ne peut pas l'être mais ça l'a été – à 37 milliards d'euros par Deloitte. Les rapports sur l'économie, sur la reconstitution des richesses naturelles, leur donnent aussi un prix. Et quand une société comme Kering donne le rapport d'un compte de résultat environnemental en chiffres pour mesurer l'impact de ses actions, on voit bien que le chiffre est une grandeur commune. C'est aussi le cas de la culture, bien immatériel par excellence mais dont on chiffre le coût et la rentabilité en France à 44 milliards d'euros de valeur ajoutée. Dernier exemple, peut-être un cas limite, mais

1. Commission de mesure de la performance économique et du progrès social, créée en 2008 à l'initiative du gouvernement français.

même la vie qui n'a pas de prix en a un quand même puisque les économistes l'ont chiffrée, différemment d'ailleurs, selon les époques, les pays, l'âge, la classe sociale. Ce chiffrage sert pour les compensations aux familles de victimes dans les crashes ou les catastrophes. Dans la grille des prix, horrible chose, figurent celui des esclaves sexuels publié par Daesh, ou les tarifs des passeurs de migrants.

Ces trois formes de richesse démontrent que le chiffre est notre grandeur mais bien entendu qu'il a des limites, ce qui m'amène à mon troisième point : la correspondance entre la valeur réelle et la valeur de marché. Dans certains cas, la valeur d'entreprise et la valorisation d'entreprise sont sans commune mesure avec la valeur qu'elle a déjà créée, tout repose donc sur la valeur anticipée. C'est vrai évidemment dans le domaine du numérique. Les valorisations boursières de Twitter, de Facebook, d'Uber, sont tout à fait décorréliées de la valeur et de la richesse qu'elles ont créées, de leur rentabilité aujourd'hui. Le marché de l'art est aussi un domaine où il est difficile d'évaluer le bien. On fait beaucoup d'estimations mais ce ne sont pas des valeurs, on ne détermine pas le prix ; le prix est celui de la rencontre entre un acheteur et un vendeur et il se fait de manière conventionnelle. Dernier point : la valorisation d'entreprise, opération extrêmement complexe fait appel à des critères nombreux et variés, quelque fois contradictoires, et qui sont aussi fonction du secteur et de la nature de l'entreprise pour y parvenir. Complexe parce qu'on mesure des richesses matérielles et des richesses immatérielles comme la réputation, la force de la marque, l'histoire de l'entreprise, le « capital client », le « capital fournisseurs » et toutes sortes d'autres choses qui sont spécifiques à chaque entreprise. Complexe parce qu'elle porte un potentiel de développement. Au fond, la valeur d'aujourd'hui est la valeur de ce que sera l'entreprise demain. Elle porte la capacité à prévoir ce que sera la croissance de cette entreprise. Artémis n'a cessé de se

réinventer et d'imaginer quel serait notre métier de demain. Cette anticipation de la valeur de demain a servi de critère principal d'évolution du groupe.

Quelles seront nos richesses de demain ? Il y en aura beaucoup, mais je voudrais en citer trois. La première c'est évidemment le capital humain. Depuis des centaines d'années, nous vivons avec l'idée qu'« il n'est de richesse que d'hommes », comme disait Jean Bodin. Je pense que cela reste vrai et j'aimerais beaucoup que les richesses ne soient pas celles des robots, ou des valeurs et que le capital humain continue d'être la richesse fondamentale. Au niveau microéconomique, au niveau des entreprises, j'espère que nous serons capables d'identifier ce qui fera la valeur de nos collaborateurs. À nous de les faire évoluer et de les former pour leur permettre d'aborder ce que seront les métiers de demain, sans les laisser sur le bord de la route. Au niveau macroéconomique, la politique d'éducation et la politique culturelle sont évidemment des facteurs essentiels.

Deuxième richesse pour moi : la liberté et l'indépendance notamment face au monopole des GAFAM. Je pense que ça passe par l'action des institutions et de régulations au niveau national, au niveau européen, au niveau mondial, pour créer les conditions de notre indépendance et nous protéger contre tous les abus que ces énormes entreprises peuvent générer.

Troisième richesse : le partage, c'est-à-dire la capacité à mettre en réseau les talents et les ressources. Nous allons être submergés de données, il va bien falloir les trier et personne ne pourra le faire seul il est donc impératif d'avoir des réseaux, des points de contact qui permettront d'utiliser cette richesse. Je m'aperçois que le mot intelligence est en train de changer de sens. Nous sommes passés d'un sens français très conceptuel et assez personnel, à l'intelligence au sens anglo-saxon qui se rapporte à la communauté, au lien avec d'autres et la compréhension de l'environnement qui nous entoure.

C'est l'essor des plateformes, c'est l'omniprésence du préfixe «co» : on est en collaboration, co-innovation, *co-working*, co-développement... On voit bien qu'on ne peut plus être tout seul. L'économie de demain sera naturellement celle du partage : partage de l'information, partage du travail, partage des ressources. Dans cette logique, les deux valeurs qui me paraissent les plus importantes seront la curiosité, moteur de l'innovation et de nos évolutions, et le partage des richesses, une urgence absolue pour trouver un meilleur équilibre. Faute de quoi le politique prendra des risques importants sur le plan politique, sur le plan social. Il est impératif que le progrès soit partagé, sinon il sera rejeté.

BÉNÉDICTE TASSART — Diana Filippova, vous êtes à l'origine du programme et collectif OuiShare et vous vous occupez aussi des start-ups chez Microsoft. Le numérique a-t-il une valeur ? Et si oui, comment l'estime-t-on ?

DIANA FILIPPOVA — Depuis quelques années, le numérique a bouleversé nos habitudes. Il a démontré que les mesures traditionnelles de la richesse, le PIB, la croissance, le plein emploi, toute cette mise en chiffres issue de la seconde révolution industrielle, étaient particulièrement inadaptées pour estimer la production de la valeur. Toutes ces mesures se traduisaient par des politiques publiques qui elles-mêmes ne parvenaient plus à partager les richesses valorisées ou non. Je pense à la commission Stiglitz par exemple, qui a produit des recommandations assez précises qui n'ont pas donné lieu à un bouleversement majeur dans la manière d'aborder nos objectifs de politique publique. On continue à se fixer comme horizon le plein emploi et la réduction du déficit. Le dernier objectif est la réduction du poids des dépenses publiques dans le PIB, particulièrement élevé en France. Cette mise en chiffres persiste, malgré une remise en cause qui date des années 60-70.

Que fait le numérique ? Il se polarise sur deux tendances. La première tendance, c'est vraiment le fait de pousser au bout la volonté de rationaliser la réalité humaine. Quand on parle de *big data*, quand on parle d'algorithme, quand on fait référence au projet Cybersyn² dans le Chili d'Allende, tout cela relève d'un contrôle symbolique de la société vis-à-vis des hommes et des machines par des moyens uniquement technologiques. D'ailleurs, quand on parle aujourd'hui d'État start-up, d'État plateforme, on trouve la même symbolique d'un rêve de contrôle par l'humain, via des machines. La deuxième tendance est un constat presque opposé. On a beaucoup de difficultés à valoriser cette nouvelle économie numérique, qui bouleverse les relations humaines, les habitudes de production et de consommation. Je pense à l'économie collaborative, au fait que le numérique, en nous permettant d'échanger, de communiquer, grâce aux réseaux sociaux et aux plateformes, a révélé quelque chose qui auparavant était informel. Par exemple, la Poste propose un nouveau service : pour 20 euros, un agent peut passer à peu près cinq minutes par semaine auprès de personnes seules. On appelle cela la marchandisation des rapports humains, mais on se demande surtout quelle valeur est produite d'un point de vue purement économique. On a du mal à trouver des repères communs pour valoriser la production et le travail humain. Depuis à peu près 30 ans, il y a une subjectivation de la valorisation du travail, des ressources humaines.

Cette tendance managériale a conduit à considérer, non pas concrètement la production de chaque individu, mais plutôt à évaluer ces critères subjectifs que sont le savoir-être, le savoir-faire. On en parle beaucoup dans les entreprises parce qu'ils génèrent une polarisation entre ceux qui répondent à ces codes formels et informels, et ceux qui ne sont pas capables

2. Projet pour une économie planifiée, contrôlée par ordinateurs en temps réel.

d'y répondre. Le numérique tout seul révèle des choses, mais il a surtout tendance à renforcer les inégalités plutôt qu'à les diminuer, si on ne veille pas à mettre en place un cadre d'interprétation, et surtout d'actions, via les politiques, sur ces tendances.

Je voudrais aborder trois sujets. Le premier, c'est le travail aujourd'hui complètement bouleversé : nous ne sommes plus dans le modèle salarial classique où une entreprise emploierait tel montant de capital, tel montant de travail, tel montant de technologies, pour une production aisément valorisée sur un marché parfaitement rationnel. Le bouleversement est double. L'entreprise se réorganise, elle n'internalise plus toutes ses activités, mais elle est une sorte de noyau dur qui rassemble autour d'elle tout un ensemble de tierces parties, les consommateurs, les clients, les travailleurs, les collaborateurs, les fournisseurs. La valeur n'est plus inscrite dans une chaîne de valeur rationalisée et mise en chiffres, elle est beaucoup plus floue, plus diffuse. Dans l'économie numérique et dans l'économie collaborative, le travail lui-même est distribué. C'est ce qu'on appelle le travail numérique ; c'est-à-dire que nous, en tant que consommateurs, travaillons aussi, contribuons à la production de la valeur d'une plateforme. Lorsque nous notons un chauffeur sur Uber, parcourons les cinq mètres nécessaires pour récupérer un colis, nous travaillons. Nous ne sommes pas directement rémunérés pour ce travail, même si, en quelque sorte, nous nous positionnons en tant que travailleurs de cette organisation. L'un des enjeux est de réfléchir à la manière de mettre une valeur économique sur cette contribution, cette diffusion de la production de valeur, ou s'il faut la mettre.

Le deuxième axe est que le numérique renforce la production d'externalités. Externalités positives, externalités négatives ? Pour les externalités positives : je pense par exemple à une entreprise technologique qui va générer autour d'elle tout un ensemble de parties prenantes, comme Google

dans la Silicon Valley, qui va influencer la croissance et la production de richesse dans un écosystème donné. C'est ce qu'on appelle la pollinisation. Au lieu d'avoir une production verticale claire et identifiable, l'entreprise va en fait produire une richesse très distribuée, donc difficile à saisir. Mais elle produit aussi des externalités négatives, notamment sur les modèles sociaux traditionnels issus de la seconde révolution industrielle. Je reprends l'exemple d'une entreprise collaborative qui va proposer une alternative aux modèles de relations salariales plus traditionnels entre le donneur d'ordres et celui qui les exécute. Évidemment je fais référence à Uber mais il y a beaucoup d'autres exemples. Non seulement ce type d'entreprise va appliquer un modèle différent, mais son modèle va contester la légitimité et l'existence mêmes du modèle salarial. En d'autres termes, si l'ubérisation provoque autant de discussions, autant d'effroi chez les politiques, c'est aussi parce qu'elle remet en cause notre modèle social français qui repose, lui, sur le salariat. Cette externalité-là est très difficile à saisir puisqu'on n'est pas préparé au fait qu'une entreprise ait un pouvoir, une puissance si importante qu'elle est presque l'égale d'une institution.

Le troisième axe est la question de la privatisation des mesures de richesse. Aujourd'hui, l'entrepreneuriat arrive à développer des mesures de richesse très différentes de celles des entreprises traditionnelles et pose la question de leur agrégation. Quelle externalité ont-elles sur le fonctionnement de notre société ? Peut-on les transposer ?

BÉNÉDICTE TASSART — Christian Kamayou, vous êtes le fondateur de MyAfricanStartUp ; vous identifiez les start-ups les plus prometteuses du continent africain et les faites connaître auprès des investisseurs et auprès des médias. À quel moment une start-up acquiert-elle de la richesse ? Est-ce qu'une idée est déjà une richesse ?

CHRISTIAN KAMAYOU — C'est vrai que tout commence avec une idée quand on crée une start-up. Lorsqu'on rencontre des entrepreneurs, la question rituelle est : « Quel est ton projet ? ». La réponse est souvent optimiste car il faut l'être pour avoir confiance en son projet. En général, l'entrepreneur considère que son projet vaut de l'or. À partir de là, deux attitudes sont possibles. Certains entrepreneurs vont plutôt choisir la confidentialité, autrement dit, « Je ne vais pas vous révéler de quoi il s'agit parce que je considère que mon idée vaut de l'or. » C'est un propos qu'on entend très souvent dans les réunions de startuppeurs et dans les rencontres avec des investisseurs. Il y a d'autres entrepreneurs qui à l'inverse vont dire « J'ai une idée, je considère qu'elle vaut de l'or et je vais la partager. » Au stade initial, l'entrepreneur a déjà une idée de la valeur de son projet quand elle germe dans son esprit. Mais je suis assez réservé sur la valorisation d'une idée car de fait, une idée n'a pas de valeur, tout simplement parce qu'elle doit être exécutée pour avoir du sens. Donc l'idée en soi n'est pas fondamentalement importante, il est autrement plus difficile de mettre en œuvre un projet, et c'est cela qui a de la valeur. Dans le processus de mise en œuvre d'un projet entrepreneurial, on se pose la question de la valorisation au moment où on rencontre des associés, des personnes avec lesquelles on est susceptible de travailler. Il y a souvent des frictions à propos de la répartition des parts sociales : que vaut l'apport de chacun dans le projet, quel est l'impact de chacun dans la richesse qui va être créée ? On trouve très souvent ce cas de figure dans l'écosystème entrepreneurial, particulièrement crucial au moment décisif de la levée de fonds – qui est un peu le sport national des start-ups. Une start-up, par définition, est une société qui démarre et est appelée à un bel avenir ; le *start* est évident mais le *up* est un peu compliqué. Étant donné que la start-up ne génère pas de revenus au début, il va être difficile, quand on rencontre un investisseur, de lui expliquer

qu'il peut tranquillement accorder sa confiance, et son argent, au projet. Il doit parier sur les revenus futurs de l'activité. Sans valorisation comptable et sans chiffre d'affaires, la discussion entre un startuppeur et un *business angel*, est fondée sur une confiance suffisante. Il existe en finance des modèles très sophistiqués qui permettent de valoriser des start-ups mais on se rend généralement compte que cela se résume à une règle de trois ; en gros, combien êtes-vous prêt à me donner et en contrepartie combien suis-je prêt à vous céder dans le capital de ma société ? En fait, l'investissement crée la valeur de cette société au démarrage. Lorsqu'on démarre une start-up, c'est qu'on a confiance dans son *business plan*, on le rédige avec des chiffres assez sophistiqués, et lorsqu'on rencontre un *business angel*, concrètement les choses se passent de manière assez terre-à-terre au début.

BÉNÉDICTE TASSART — Philippe Vidal, vous êtes le vice-président du CIC, quels critères une banque regarde-t-elle pour évaluer une entreprise ?

PHILIPPE VIDAL — Nous sommes d'abord une entreprise bancaire et notre rôle, c'est la valorisation de tout ce qui n'est pas matériel. L'immatériel dans la banque est très présent. Nous avons des clients dans l'immatériel et il faut bien les financer. Comment financer l'immatériel, le numérique, et toutes ces transformations qui sont absolument nécessaires ? Sous l'angle de l'entreprise, la première valeur immatérielle est la confiance, quelque chose qui ne se mesure absolument pas. Il n'y a pas de critère absolu pour mesurer la confiance, mais la confiance se ressent, se vit et incite les gens à apporter leurs capitaux, puis à être accompagnés dans la durée, que ce soit du capital ou de la dette. La confiance n'est pas un phénomène ponctuel. Comment obtenir la confiance ? Je ne sais pas si nous avons la confiance de tous nos clients

mais en tout cas d'un grand nombre d'entre eux ! Dans une entreprise de services, et il y en a de plus en plus, il faut que toute l'entreprise soit mobilisée autour du client. Comment mobiliser les collaborateurs autour du client ? Avec des gens responsables, investis d'un ensemble de valeurs qui sont celles de l'entreprise, c'est-à-dire tournées vers les clients, cohérentes avec celles de la société, tels l'environnement et qui portent ces valeurs de façon assez convaincante pour qu'elles soient correctement perçues par les clients auxquels nous nous adressons. Une décision de crédit doit être prise rapidement ; le traitement des opérations, le sens du service, une question posée par le client : il faut que les gens puissent prendre en charge l'ensemble des opérations concernées. Comment responsabiliser les collaborateurs ? Il faut leur en donner les moyens, sinon c'est un piège. Quels moyens ? C'est une question de management. Ne pas être dans un management du contrôle mais dans un management qui accompagne.

Nous sommes également dans une logique d'efficacité avec la recherche et la mise en place de tous les outils qui permettent cette efficacité de manière à ce que l'ensemble des équipes puisse travailler de façon complètement responsable, opérationnelle et autonome, etc.

Il faut garder en mémoire que les banquiers sont face à une certaine contradiction : nous avons des régulateurs, nous connaissons la nécessité d'avoir des règlements, de bien connaître nos clients, d'avoir suffisamment de fonds propres, d'être suffisamment rigoureux dans la gestion du métier. Nous comprenons toutes ces nécessités. Mais comment faire concrètement ? Utiliser un système d'information à la fois extrêmement décentralisé, mais assez centralisé pour que l'information soit accessible en temps réel. Si on veut faire du numérique aujourd'hui, le client doit pouvoir traiter ses opérations par tous les canaux de traitement existant. Aujourd'hui nous recevons plus d'ordre d'opérations par

téléphone portable que par internet ; la banque est déjà dans la poche de tout le monde ! Nous devons travailler en temps réel, sur fond de forte décentralisation et nous devons permettre à nos conseillers d'avoir la qualité de conseil qui leur permet d'être efficaces. Quand les clients peuvent aujourd'hui accéder à tellement d'informations par eux-mêmes, rendre nos collaborateurs efficaces implique de leur donner les moyens d'utiliser l'intelligence artificielle pour apporter une valeur ajoutée supplémentaire. Ce sont tous ces éléments de cadrage qui permettent de créer la confiance et l'efficacité, dans une logique d'évolution qui nous oblige à des efforts considérables de formation dans l'entreprise, à des efforts d'accompagnement de nos clients parce que la technologie évolue vite, parfois plus vite que les clients. Nous investissons beaucoup sur ce fonctionnement à plusieurs dimensions.

En matière de financement des start-ups ou des entreprises classiques, nous sommes dans l'immatériel, souvent lié à de nouveaux projets, aux changements dans l'entreprise rendus nécessaires pour introduire d'autres modes de fonctionnement, tel le numérique. Avec une entreprise, l'objectif est toujours de s'assurer que le crédit pourra être remboursé. C'est une règle de base qu'il ne faut pas perdre de vue. Les entreprises françaises n'ont généralement pas assez de fonds propres. À l'autre bout, les dettes sont sécurisées : les postes clients, les stocks sont faciles à financer. Entre les deux, il y a des dettes qui sont moyennement sécurisées : il s'agit du financement des opérations de transformations d'entreprises, d'investissements, et sur lesquelles la rationalité est de regarder si les cash-flows que l'entreprise va dégager permettront ou non de rembourser les crédits en question. Au fond, le financement de l'immatériel, c'est le financement classique de l'entreprise tel qu'on le fait sur d'autres opérations. Nous apportons des fonds propres, nous faisons aussi du capital-risque. Les dossiers d'analyse ne font pas dix pages,

mais quarante. Quelque soit le nombre de pages du dossier, à la fin, c'est toujours un pari sur les hommes et c'est toujours de la confiance. Notre mission ne se limite pas à faire de la banque.

BÉNÉDICTE TASSART — Quand on regarde la richesse d'une entreprise, on regarde aussi sa réputation. Est-ce que la réputation a une valeur ?

PATRICIA BARBIZET — La réputation de l'entreprise est extrêmement importante. Un économiste l'a même chiffrée en disant que cela représentait 25 % de la valeur d'une entreprise. C'est évidemment très différent selon le type de l'entreprise. La réputation se bâtit dans la durée ; elle peut se défaire aujourd'hui en quelques clics, quelques tweets, et met très longtemps à se reconstituer. C'est un sujet de préoccupation auquel toutes les entreprises sont infiniment attachées. On y veille par des études, on la teste, on la mesure, on y est très attentif parce que c'est une part considérable de l'entreprise qui peut la détruire très rapidement si on n'y prend pas garde. Une des premières entreprises à avoir eu un problème de réputation il y a presque 40 ans, c'était Perrier³ aux États-Unis ; ils ont mis des années à s'en remettre. Aujourd'hui, c'est évidemment encore plus rapide avec les réseaux sociaux, les blogs, les tweets et autres sources de commentaires. Comment la valoriser ? Il y a des méthodes. On fait des études de marché, on analyse ce que les clients pensent, s'ils vont recommander l'entreprise... Il existe de nombreux instruments pour mesurer l'ampleur de la réputation d'une entreprise et il faut la surveiller comme le lait sur le feu. J'ajoute que la marque fait partie du patrimoine et de

3. À la suite de la découverte de traces de Benzène dans douze bouteilles de Perrier aux États-Unis, l'entreprise annonce, par mesure de sécurité, le retrait du marché de 72 millions de bouteilles. Perrier détruira en tout quelque 280 millions de bouteilles dans le monde. Les résultats pour Perrier sont catastrophiques avec une baisse de 35 % du nombre de bouteilles écoulées dans l'année par rapport à 1989. Deux ans plus tard, Perrier sera racheté par Nestlé. (Ndlr)

la réputation d'une entreprise de luxe, de manière extrêmement importante parce qu'elle n'est pas seulement un produit, elle est l'expérience sur laquelle le client va pouvoir compter au moment d'acheter, elle est l'accueil dont il bénéficiera, en plus du produit lui-même bien sûr. Par exemple, acheter un sac à main d'une marque de luxe, c'est entrer dans la boutique, avoir réfléchi sur internet, avoir regardé et comparé. Je pense que les produits de luxe sont autant des investissements que des dépenses. En achetant un produit de luxe, on s'attend à trouver trois choses : un produit d'une extrême qualité et durabilité, un accueil exceptionnel et l'appartenance à une communauté de gens qui détiennent ces produits et qui en parleront. Le sens du développement durable, la responsabilité sociale et environnementale des entreprises de luxe est considérable, à la fois dans le maintien des ressources rares dont elles ont besoin et dans l'accompagnement aussi de chacune des valeurs. Les clients des grandes entreprises de luxe sont très attachés à ces notions d'environnement depuis l'origine des produits, qui les a fabriqués, comment ils ont été traités.

BÉNÉDICTE TASSART — Diana Filippova, on a beaucoup parlé de la valorisation de Facebook ou de Twitter. Est-ce qu'il y a des bulles autour de ces entreprises ?

DIANA FILIPPOVA — C'est vraiment difficile de répondre à cette question avant que la bulle n'éclate ! Dans la valorisation d'une entreprise du numérique, il faut comprendre que les personnes qui investissent dans Facebook ou dans Uber par exemple, sont des investisseurs qualifiés qui savent le risque qu'ils prennent ; ils ont passé du temps à étudier le passé d'Uber et sont en mesure de le valoriser. En fait, la bulle a déjà éclaté en 2000 et il y aura d'autres bulles ; c'est naturel dans un cycle économique, mais ça ne va pas forcément prononcer la fin de notre économie ! Certains investisseurs prennent des

risques justement parce qu'ils attendent des retours élevés. Dans le numérique, on a tendance à reporter les risques sur les personnes individuelles. Comment mesurer la confiance dans l'économie collaborative ? De façon très simple, c'est le nombre d'étoiles que nous avons sur notre profil. En tant que consommateur évidemment, mais surtout en tant que travailleur. Ce qui n'est pas tout à fait la même chose puisque dans un cas on aura peut-être un peu plus de mal à louer un appartement sur Airbnb ; dans l'autre, on va tout simplement se faire écartier par la plateforme qui va nous interdire l'accès à ce qui est en fait notre outil de production principal. Je prends un autre exemple très simple d'individualisation du risque. Pour les entrepreneurs aujourd'hui, ce qui conditionne le choix de la ville où ils vont s'établir pour lancer leur start-up, ce n'est pas comme on entend souvent la complexité administrative, fiscale, etc., c'est le coût du logement, la possibilité de louer un appartement, etc. Ainsi, Londres est très cher, Paris n'est pas bon marché, c'est pour cela que Station F⁴ par exemple construit un parc de logements à prix bas pour les entrepreneurs. Berlin reste extrêmement attractif pour la FinTech. Voilà ce que le numérique produit. On peut imaginer une société où tout le monde est noté sur les mêmes critères que les films ou les livres. Il faut évidemment en tirer les conséquences, dont une redéfinition du rôle de la puissance publique. L'État doit faire en sorte qu'un certain nombre de risques soient socialisés pour que leur poids ne porte pas exclusivement sur l'individu. Il faut qu'il comprenne d'où viennent ces risques et trouve des politiques nouvelles sans tuer toute cette flexibilité, cette vitalité de l'innovation propres au numérique et à la technologie et qu'il faut absolument sauvegarder car c'est ce qui nous permettra demain d'avoir de la croissance et de donner un nouvel élan aux sociétés européennes occidentales

4. Station F est un incubateur de start-ups, inauguré le 29 juin 2017, réparti sur un campus de 34 000 m² carrés et situé dans la Halle Freyssinet, à Paris.

qui sont un peu en berne. Si l'État échoue dans cette mission de rééquilibrage, nous aurons une crise politique majeure car, toutes les victimes de cette transformation numérique, ceux qui sont au chômage depuis longtemps et ne retrouveront jamais de travail faute d'avoir les codes d'accès à cette nouvelle économie n'auront qu'une défense, celle d'aller voter dans un sens qui ne sera pas forcément favorable au développement progressif de cette nouvelle économie.

CHRISTIAN KAMAYOU — Le capital humain est très important, surtout en Afrique, pour une raison simple. L'Afrique est un continent jeune, dans lequel 70 % de la population a moins de 30 ans. Cela pose des défis immenses sur beaucoup de sujets, notamment l'éducation...

À mon avis, cette jeunesse est le principal potentiel de l'Afrique, au-delà de ses richesses naturelles parce qu'en général quand on parle d'Afrique, on pense à la richesse de son sous-sol, mais je pense surtout que la richesse de l'Afrique ce sont ses hommes et ses femmes, et en particulier sa jeunesse, les start-ups sont généralement créées par des jeunes. L'initiative que j'ai mise en place a pour but de parcourir l'Afrique pour identifier les start-ups les plus prometteuses. Chaque année on publie un palmarès qui recense les 100 start-ups les plus innovantes du continent dans le but de les faire connaître en Afrique et à l'international, d'attirer l'attention des investisseurs et de valoriser la richesse que ces jeunes sont en train de créer.

PATRICIA BARBIZET — Toutes les entreprises se demandent comment elles vont former leurs collaborateurs pour l'étape d'après, la numérisation bien sûr, mais aussi pour d'autres métiers que ceux qui existent aujourd'hui. Ces mêmes entreprises sont aussi assez soucieuses de leur écosystème. Elles ont toutes des incubateurs dans leur environnement,

elles ont toutes des accompagnants qui sont dans les métiers qu'elles-mêmes vont aborder dans les années futures. Dans le rôle des *business angels*, que l'entreprise soit grande ou que ce soit une petite start-up, l'accompagnement a une dimension importante. Ce n'est pas seulement de l'argent, mais c'est aussi de l'argent. Sur la valorisation, il y a un gros travail à faire entre les *business angels* et les start-ups, pour évaluer non seulement combien vaudra l'entreprise dans quelques années quand elle connaîtra le succès parce que l'idée était très bonne, mais aussi quelle est la validité aujourd'hui d'un *business plan* ? Comment peut-on aider une start-up à voir si les chiffres sont de l'ordre du rêve ou s'ils sont réels ? Quels sont les besoins de l'entreprise pour mettre en œuvre ce business plan ? Et comment peut-on l'accompagner dans une juste mesure en échange de parts de capital ou un droit à avoir.

Le privilège des grandes entreprises est de pouvoir ne pas développer en interne un certain nombre de choses, mais d'avoir des entrées dans de nombreuses entreprises qu'on peut accompagner dans leur développement, soit localement, soit dans leur globalisation. Comment les accompagner quand elles ont, pour certaines, déjà fait leurs preuves, qu'elles ont déjà du chiffre d'affaires et des clients, le plus important au-delà de l'idée. Comment leur apporter un support juridique, un support financier, un support fiscal, un support de savoir-faire ? Ce qui me frappe beaucoup dans les entreprises et les start-ups qui se développent et commencent à s'exporter, c'est la difficulté d'être un jeune chef d'entreprise, c'est la ténacité nécessaire pour mettre en œuvre une idée, c'est le manque d'expérience dans le domaine de l'exportation de ces jeunes chefs d'entreprises. Dans ce cas, on peut leur apporter le savoir-faire accumulé dans nos entreprises grâce à des collaborateurs qui auront déjà accompagné des sociétés qui se développent, des filiales. Les grandes entreprises peuvent apporter ce savoir-faire aux plus petites et aux start-ups dans

leur développement. Je pense que cette économie du partage est un des points essentiels qui permettra de créer et de partager les richesses.

QUESTION DU PUBLIC — La vente de Whatsapp à Facebook illustre bien ce concept de la valorisation de la richesse. Est-ce que dans la valorisation de la richesse, les deux bouts de la chaîne ne sont pas, d'un côté les clients et d'un autre côté le capital humain puisque c'est ce qui fait la valeur potentiellement infinie à la survie d'une entreprise ?

PHILIPPE VIDAL — D'abord un petit éclairage sur Twitter et Facebook; en fait, ce sont deux évolutions de valeurs très différentes. Twitter continue à perdre de l'argent et Facebook commence à en gagner de manière très importante en valorisant bien les données.

En ce qui concerne la question de la start-up et de la grande entreprise, les limites de la start-up sont sa clientèle limitée par nature et des moyens d'accompagnement eux-mêmes assez limités, si on les compare à ceux des grands groupes. Dans le domaine de la banque, c'est encore pire à cause de toute la réglementation. On ne peut pas, quand on est une start-up, continuer, même si le modèle est intelligent, à développer ses activités. Il y a trois ans, à ces Rencontres, j'étais dans la même session que Vincent Ricordeau, le patron de KissKissBankBank. Je découvrais le *crowdfunding*; je trouvais que c'était intéressant et que cela permettait de rassembler l'argent des amis au sens large, ceux qui partagent les mêmes idées, les mêmes convictions sur des projets. Elle a été rachetée par la Banque Postale, de son côté BNP Paribas a racheté le compte Nickel. C'est vrai que cette création de nouveautés est tout à fait intéressante, mais au bout d'un moment, elle ne trouve sa valeur, son développement, son avenir même, que si elle est adossée à un grand groupe. Il y a différentes façons de faire pour développer des start-ups

dans le domaine que je connais le mieux, mais je pense que c'est transposable dans d'autres activités. La jeune entreprise a besoin d'être accompagnée, comme l'a précisé Patricia Barbizet, pas uniquement avec de l'argent, mais par des gens qui ont de l'expérience, qui ont échoué, qui ont réussi, qui donneront le petit coup de main qui évitera les écueils et permettra d'aller plus loin. C'est un critère déterminant pour le banquier de base, pour savoir s'il accompagne ou non une jeune entreprise. On l'appelle start-up aujourd'hui parce qu'il y a la technologie en plus, mais c'est la même chose depuis des années et des années. Ensuite, les entreprises n'ont pas assez de fonds propres, les entreprises françaises en particulier parce qu'on a cette phobie du risque ; il manque un travail culturel ; j'espère depuis tellement d'années qu'on fera des progrès mais je ne sais pas si on y arrivera. La fiscalité est très tournée vers les produits à faibles risques, il faut aller plus loin. Mettre l'argent d'une partie de la famille et des amis dans des entreprises, c'est superbe et il faut encourager ces transferts. Cela donnera aussi une autre perspective et les gens se mettront un petit peu plus sur les fonds propres, sur l'*equity* qui est indispensable pour donner un avenir à nos entreprises.

La proportion de fonds propres dépend du secteur, à faible risque ou à risque élevé. Si on veut développer une start-up dans le numérique, on n'y arrive pas avec simplement une idée ; il faut un *business plan* et beaucoup d'accompagnement, un peu en crédits, un peu en fonds propres. Il y a différentes manières de faire, c'est du cas par cas.

Autres éléments importants : la réputation, évoquée par Patricia, et la confiance. Le Crédit Mutuel qui est l'actionnaire du CIC et le CIC, sont les deux banques les mieux classées. Nous sommes très attentifs aux problèmes comportementaux d'image qui peuvent altérer cette réputation. Aujourd'hui, cela passe par les réseaux sociaux. Le monde des médias est parfois un peu biaisé, mais il faut faire avec. À nous entrepreneurs d'être attentifs.

QUESTION DU PUBLIC — La difficulté de valoriser des start-ups ne crée-t-elle pas un frein à leur financement? Autre question: dans le mode de valorisation où on raisonne très souvent en revenus futurs, en *discovering cashflow*, ne faut-il pas aussi prendre en considération l'économie que ferait, par exemple, une grande banque en investissant dans une start-up qui offre une solution d'intelligence artificielle et lui permettrait de réduire ses coûts de production ?

CHRISTIAN KAMAYOU — À la première question, je répondrai non. Aujourd'hui les écosystèmes sont bien structurés, il y a un marché de levées de fonds très actif en France, et énormément de transactions. Dans la communauté des start-ups, généralement, on parle d'amorçage lorsqu'on démarre une première levée de fonds. Les montants d'amorçage varient entre 400 et 600 000 euros. En France, il n'y a pas de grandes difficultés aujourd'hui à lever des fonds, les capitaux sont là, les réseaux de *business angels* sont très actifs, il y a des fonds de capital-risque. Donc il n'y a pas vraiment de frein à la levée de fonds.

PHILIPPE VIDAL — Pour la deuxième question, je vous propose un éclairage. Dans notre groupe, nous avons 6 000 développeurs qui font de l'informatique tous les jours. Ils sont essentiels pour nous. Ailleurs, des gens développent des services qui peuvent être intéressants. Nous nous sommes intéressés à l'une de ces start-ups qui développait le *time to market*, c'est-à-dire gagner six mois de mise sur le marché des produits. La valeur de l'entreprise qui nous a été demandée était, pour donner un ordre de grandeur, de 30. Nous n'avons pas accepté parce que nous n'étions pas gagnants, même avec les économies réalisées. L'entreprise n'a pas trouvé d'autre banque et six mois après, elle était au bord du dépôt de bilan; nous avons repris quelques personnes et quelques logiciels.

C'est ça aussi les start-ups. Elles peuvent être brillantissimes, mais s'effondrer très vite.

QUESTION DU PUBLIC — Charles-Alain Castola. Je suis Président du tribunal de commerce à Aix-en-Provence et *business angel* par ailleurs. Personne n'a parlé de trésorerie. Pourtant, la valorisation d'une entreprise, dans ce qu'elle est ou dans ce qu'elle va être, c'est aussi la trésorerie qu'elle est capable de générer et la capacité du dirigeant, du startuppeur, à maîtriser cette trésorerie. Comment la prendre en compte dans la valorisation de ces start-ups ? Autre question : pourquoi les banques ne financent-elles pas facilement les besoins en fonds de roulement des entreprises de la vieille économie ? Je ne parlerai pas de start-up, je parlerai de mon monde à moi, le monde des vieillards !

CHRISTIAN KAMAYOU — La trésorerie est vitale, c'est le nerf de la guerre. Il faut pouvoir gérer son *cash*. Dans la valorisation de la start-up, l'investisseur va regarder les flux de revenus futurs qui vont être générés durant la vie de la société. Mais le débat va se situer au niveau des hypothèses. Quelles sont les hypothèses qui amènent le startuppeur à imaginer ces flux de revenus futurs ? C'est une question de confiance dans le projet.

PATRICIA BARBIZET — J'ai commencé ma vie professionnelle comme trésorière. J'ai appris, à l'époque, qu'on faisait toujours faillite par la trésorerie et jamais par les pertes. Quand elle démarre, une jeune entreprise brûle du cash. Les critères principaux sont de savoir si elle a un produit qui va attirer des clients et quel prix les clients seront prêts à payer pour ce produit. Sa valeur fonde toutes les constructions de *business plan* et le débat avec les *business angels*. Pour arriver à cette étape, il est crucial que tout le monde, startuppeur ou

jeune chef d'entreprise, et l'investisseur, fassent ensemble un plan de trésorerie qui soit sûr et admettent les hauts et les bas que toute entreprise connaîtra. Sinon elle risque de tomber sur un écueil et de couler, avant même d'avoir démarré, même si son idée était très bonne.

DIANA FILIPPOVA — En effet, la trésorerie est le facteur principal de réussite. C'est pour cela que le seul financement en *venture capital* fait peser un risque très important sur le *cash wall*. Elle va droit dans le mur et ne se relèvera pas immédiatement ; de plus, elle va dépenser beaucoup de temps, souvent celui des fondateurs qui font en général tourner la société, à essayer de se relever et va quand-même fermer. C'est l'histoire de plusieurs échecs de start-ups de ces dernières années en France. Je pense à Take Eat Easy, à Save, qui ont dû complètement pivoter et se mettre en procédure de sauvegarde. Cela pose la première question de la dépendance entre le *venture capital* classique et les start-ups. Est-ce qu'il n'y a pas d'autres alternatives de financements, notamment pour des start-ups qui ont des plans de développement à plus long terme, qui ont plus de mal à trouver le *market fit* et à déboucher sur le marché ? Leur technologie est plus intensive, elles brûlent beaucoup de *cash* en salaires, parce qu'elles ont besoin d'avoir des ingénieurs de très haut niveau, spécialisés par exemple dans l'intelligence artificielle. Le *corporate venture*, c'est-à-dire le fait de s'adosser à une entreprise qui a une stabilité et une capacité à tolérer l'incertitude un peu différente de celle des investisseurs classiques, est très intéressant. La France est le pays qui pourrait développer une sorte de collaboration triangulaire *venture capital*, financements publics et *corporate venture*. La deuxième question concerne les start-ups qui interviennent dans un domaine de développement, de R&D lourde, qui pourrait bénéficier à l'intérêt général ; je pense par exemple à tout ce qui a trait à l'environnement, à

des solutions qui pourraient être intégrées au fonctionnement de l'État. Est-ce qu'il n'y aurait pas un mode de financement à trouver où le *cash wall* ne les obligerait pas à fermer boutique alors même qu'elles travaillent sur des sujets particulièrement risqués, d'intérêt général particulièrement élevé avec un retour sur investissement très important pour le public, et pas seulement pour les investisseurs ? C'est l'un des objectifs de la Banque Publique d'Investissement. Elle a investi énormément, elle double son investissement tous les ans. Elle arrive en fait à conjuguer l'intérêt général avec un comportement assez proche de ceux des investisseurs privés. Nous sommes extrêmement critiqués par certaines personnes de l'écosystème et également par les pays anglo-saxons parce que l'intervention de la BPI introduit des lourdeurs administratives, des objectifs qui nuisent à cette agilité de la start-up. Or l'avantage compétitif absolu de la start-up par rapport à un grand groupe, c'est son agilité, sa capacité à aller vite. Tout ce qui la stoppe la tue, tout ce qui la freine risque de freiner sa réussite future.

BÉNÉDICTE TASSART — Philippe Vidal, pourquoi les banques n'accompagnent-elles pas ces entreprises jusqu'au bout ?

PHILIPPE VIDAL — Quand on finance une activité traditionnelle, d'anciens fonds de commerce, s'il y a des bâtiments, s'il y a du matériel roulant, les financements sont faciles à mettre en œuvre. On peut financer le besoin en fonds de roulement, s'il y a un poste client, s'il y a des stocks ; mais s'il n'y a rien de tel, on demande au banquier de prendre le risque de celui qui devrait être actionnaire. Quand on fait un crédit, on a en moyenne 1 % de marge. C'est-à-dire qu'on doit avoir cent crédits remboursés pour que le dernier ne le soit pas, autrement dit, il ne faut pas se tromper souvent. C'est vrai que les banquiers peuvent être qualifiés de frileux, mais ce n'est

pas tout à fait leur métier ; c'est le métier de l'investisseur en fonds propres, qui analyse plus à fond le *business plan*. On peut financer des entreprises classiques et leur besoin en fonds de roulement mais seulement au cas par cas.

QUESTION DU PUBLIC — On a évoqué les *success stories*. J'aimerais savoir, sur 100 start-ups qui ont été lancées, combien ont réussi ? Celles qui n'ont pas réussi ont-elles relancé une autre start-up peut-être, ou bien ont-elles rejoint de grands groupes avec une expérience enrichie ?

CHRISTIAN KAMAYOU — Le palmarès des cent meilleures start-ups africaines a été édité pour la première fois en février 2017. Aujourd'hui je n'ai pas suffisamment de recul pour répondre à cette question. Je pense qu'il faut attendre encore un an, voire deux, pour connaître le taux de survie.

PHILIPPE VIDAL — Parmi les centaines de dossiers qui nous parviennent, nous en prenons 2 à 3 % en capital-risque. C'est à peu près le ratio. C'est un ratio extrêmement sélectif, et quelques-unes n'iront pas au bout. Une ou deux vont faire de la plus-value, qu'on va revendre à Microsoft ou autre, qui sont des belles entreprises, de belles aventures.

QUESTION DU PUBLIC — Je suis sénégalais et je voudrais poser une question sur les énergies renouvelables en Afrique. Nous avons des ressources illimitées, comme le soleil. Je sais que c'est un domaine qui est extrêmement rentable. Nos dirigeants ne veulent pas prendre de risques. On a un fort besoin d'énergie et on a ces ressources illimitées. Pourquoi ça ne marche pas ?

PATRICIA BARBIZET — Tous les grands groupes d'énergie se préoccupent des énergies renouvelables. Il y a

énormément de start-ups dans ce domaine, avec un suivi des développements des entreprises qui exploitent des énergies nouvelles partout, et notamment en Afrique. C'est vrai que compte tenu des besoins et de la richesse naturelle des ressources, on aurait envie que ça aille plus vite. Mais en tout cas, tous les grands groupes d'énergie que je connais ont intégré cette dimension dans leurs incubateurs, dans leur développement. On peut essayer de les encourager à ce que ça aille encore plus vite mais il y a beaucoup de questions techniques et financières à résoudre.

DIANA FILIPPOVA — C'est typiquement le domaine des start-ups où il y a une énorme segmentation entre ce qui est perçu par l'opinion publique, et ce qui se produit dans la collaboration entre les laboratoires de recherche, les grands groupes d'énergie, les financements publics notamment au niveau européen. Beaucoup de projets sont lancés. En revanche, ils n'atteignent pas le public parce qu'ils demandent une bonne connaissance du sujet. De plus, ce sont des projets extrêmement lourds, sur du très long terme, qui impliquent souvent la collaboration entre plusieurs pays, en Europe ou avec l'Afrique, mais qui sont extrêmement vivants et très dynamiques.

En fait ce qui arrive jusqu'au public, c'est plutôt l'action du consommateur. Comment changer de comportement pour réduire la consommation d'énergie, tout ce qui concerne l'économie circulaire, l'économie verte, le zéro déchet, qui est très important également comme mode d'action pour la réduction des effets de serre et pour des énergies plus vertes, mais qui ne sont qu'un aspect de l'écologie. L'autre aspect est assez peu accessible parce qu'il demande un investissement intellectuel et une expertise un peu plus élevés. Plus que des start-ups, ce sont des projets de collaboration entre start-ups, grands groupes, États et institutions supranationales.

L'EURO EST-IL VRAIMENT UN VECTEUR DE RICHESSES ?

COORDINATION	Ch. Saint-Étienne (<i>Cercle des économistes</i>)
CONTRIBUTIONS	P. Berès (<i>Parlement européen</i>) S. Boujnah (<i>Euronext</i>) O. Klein (<i>BRED</i>)
MODÉRATION	A. Bensaïd (<i>France Inter</i>)

CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE — Aujourd'hui, nous avons une Europe en crise, même si temporairement elle se porte mieux. Elle est en crise au sens où elle n'est pas un acteur stratégique dans les conflits géostratégiques mondiaux. La Chine, les États-Unis, la Russie ont des stratégies de développement économique et d'influence sur le plan mondial, extrêmement affirmées, l'Europe n'existe pas. En espérant ne choquer personne, j'utiliserais une image brutale, celle de grosses boules de billard en fer, chinoises, russes, américaines, indiennes, et vingt-huit petites billes en bois, qui, en plus, sont en train de se séparer en 27 + 1. Comme chacun sait, les billes en bois se font toujours exploser par les grosses boules en fer.

Quand on a voulu créer l'euro, l'idée était indirectement d'aboutir un jour à une puissance géostratégique européenne. De toute évidence, nous n'y sommes pas arrivés. Dans un premier temps, au moment de la création de l'euro, on a assisté à

un développement extrêmement rapide des économies des pays membres de la zone qui était en réalité indépendant de l'euro lui-même, même si le fait d'être qualifiés a pu en effet un peu aider les Espagnols ou les Italiens dans leur développement économique, mais surtout nous étions dans une phase de croissance économique mondiale extrêmement rapide.

À partir de 2007-2008, la zone est frappée par la crise financière américaine et au regard de la situation dans laquelle nous étions en 2005, les effets dévastateurs de cette crise ont été ressentis à la puissance 10 en Europe par rapport aux effets ressentis par les Américains eux-mêmes. Souvenez-vous, il y a sept/huit ans au moment de la crise, on disait que l'euro allait servir de bouclier face à la crise américaine. *De facto*, il a été un accélérateur de la crise et a contribué à la dévastation des pays membres de la zone.

Alors, l'euro est-il vraiment un vecteur de création de richesses ? À quelle condition pourrait-il redevenir effectivement et durablement non seulement un vecteur de création de richesses, mais aussi un facteur de réduction de la divergence des performances. L'euro peut-il être l'instrument de la création d'une puissance géostratégique européenne ? Cette question conduit à se représenter deux cercles. Un cercle, en partie fédéralisé – mot à utiliser avec précaution – autour de l'euro, et un deuxième cercle de pays qui évoluent essentiellement dans le marché unique. Il y a un vrai intérêt à mener cette réflexion en ce moment. On voit bien que les Anglais sont en train de prendre conscience que le Brexit ne va pas être simple à gérer, et que l'une des solutions qui leur permettrait éventuellement de rester dans l'Union européenne – sous quelle forme et par quels acteurs ? – serait d'imaginer une accélération de l'intégration de la zone euro, leur permettant de rester dans un marché unique séparé de cette zone intégrée. On voit bien que derrière l'euro, il y a fondamentalement ces questions stratégiques.

À propos de l'origine de la situation de la zone euro, cette fois non plus sous l'angle stratégique, mais sous l'angle technique et financier, vous savez que, lorsqu'on crée une zone monétaire, on analyse d'abord les critères d'optimalité pour déterminer si cette zone leur est conforme et s'il est justifié de la créer.

On sait que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale. Les travaux menés depuis une dizaine d'années montrent que, lorsqu'une zone monétaire à constituer n'est pas optimale intrinsèquement, il y a des conditions de réussite de la création de la monnaie. Il semble d'abord nécessaire d'explicitier les conditions de la réussite d'une monnaie unique quand elle intervient dans le cadre d'une zone monétaire non optimale et ensuite se poser la question de savoir par quel miracle on pourrait demain arriver à se doter des institutions au sein de la zone euro qui permettraient à cette monnaie de devenir réellement un vecteur de création de richesses.

ALEXANDRA BENSÂÏD — Pervenche Berès, vous êtes députée européenne, membre de la Commission économie et auteure d'un rapport intitulé « Un budget pour la zone euro ». Beaucoup d'entre nous se souviennent de la promesse de l'époque, l'euro devait nous apporter la prospérité. Alors, qu'en est-il ?

PERVENCHE BERÈS — Je trouve la question un peu étrange, parce que je n'ai jamais vu qu'une monnaie suffise à créer de la richesse. Il faut de la politique et des gens qui se servent de cette monnaie. La question devrait plutôt être de savoir, si l'on se sert correctement de l'euro pour créer de la richesse ?

En introduction, je noterai un petit désaccord à propos de la promesse initiale de l'Union économique et monétaire. La promesse initiale était que l'euro allait permettre la stabilité financière pour les acteurs du marché intérieur. Une sorte de

bouclier par rapport aux dérives et aux turbulences des marchés, afin de mieux profiter du marché intérieur. C'est cela le point de départ.

À partir de là, je voudrais évoquer les grands absents du débat économique européen. La coordination des politiques économiques ne pose jamais la question de l'investissement, la seule question importante, si on voulait créer de la richesse. C'était une question hors débat !

Deuxième constat : très rapidement on observe des divergences entre les États. Les membres du Comité Delors pensaient que les marchés allaient corriger ces divergences entre les États membres, qu'il n'était donc pas nécessaire de s'en occuper. Or, après l'effort de convergence réalisé pour adhérer à l'euro, les États membres divergent ; cette divergence est à l'origine de création d'inégalités entre les pays et est aujourd'hui un sujet de préoccupation majeure.

Comment fonctionnent les outils à notre disposition ? Premièrement, on a mis en place des règles sans grande intelligence économique ; elles sont devenues si complexes que personne ne les comprend et surtout elles engendrent un déficit démocratique majeur pour des pays dont normalement le cœur, le moteur, en matière d'arbitrage des politiques économiques ne peuvent être que la démocratie et donc le débat parlementaire.

Le deuxième outil dont nous nous sommes dotés est la coordination des politiques économiques. C'est, on le sait depuis longtemps, une illusion. Souvenez-vous de la stratégie de Lisbonne : on avait dit qu'on allait faire la MOC, la Méthode Ouverte de Coordination. Aujourd'hui tout le monde a reconnu que cela ne marche pas. Dans le domaine des politiques économiques, on est arrivé à peu près au même constat, mais on n'en a pas encore tiré les mêmes leçons. Finalement, cela signifie que le seul acteur actif et utile dans toute cette période a été la Banque centrale européenne parfois même au-delà

de son mandat selon certains. À travers le *quantitative easing*, elle a mené une politique offensive qui a sauvé l'économie européenne au cours des années que nous venons de traverser, mais qui comporte pour demain un risque, compte tenu, d'une part, du risque d'un retour d'une hausse des taux d'intérêt et d'autre part, de la sortie de cette mise sous perfusion des économies européennes.

Alors que faut-il faire ? Les Français sont très attachés à l'euro. Je ne crois pas qu'il soit très vendeur d'essayer de redonner la niaque aux Français en leur proposant de faire de la zone euro « une zone monétaire optimale ». Et pourtant, c'est une lame de fond majeure dont il faut s'occuper. À nous de savoir vendre à l'opinion publique cette indispensable avancée pour qu'elle se l'approprie.

Une fois cela résolu, quatre pistes devraient être poursuivies. La première est de poser la question de l'investissement à l'échelle de la zone euro, ce qu'on appelle le *aggregate fiscal stance*, la position budgétaire globale. Autrement dit savoir qui évalue, quel doit-être le niveau d'investissement. La deuxième piste porte évidemment sur la constitution d'un budget de la zone euro, qui ne doit pas être un outil punitif, mais un outil de soutien à la convergence, à l'investissement, à l'amortissement des chocs asymétriques. Troisièmement, il faut orienter les outils de l'investissement vers l'objectif de limitation à deux degrés du réchauffement climatique, prescrit par l'accord de Paris. On ne peut pas en faire l'économie. Malheureusement cet objectif ne fait pas toujours partie des priorités de ceux qui s'occupent de la zone euro. Il ne s'agit pas d'alourdir la tâche, mais je n' imagine pas une stratégie d'investissement de la zone euro ou un budget de la zone euro, qui n'intégrerait pas dans le prérequis les deux degrés de réchauffement climatique. Cela suppose que les pays de la zone euro aient une autre approche quand il s'agit de la régulation des marchés financiers et de la mise en place de l'Union des capitaux. Le dernier point

est la question de la clarification. Les Britanniques vont s'en aller. Si par miracle ils devaient rester, je considère qu'ils devraient adhérer à l'euro – voyez mon niveau d'ambition ! Indépendamment de cela, lorsqu'ils vont partir, la question du principal marché financier en dehors de la zone, qui a justifié un accommodement avec les pays qui n'étaient pas membres de la zone euro, sera derrière nous. Pour les autres, il faudra en venir à cette clarification : le cœur de l'Europe, c'est la zone euro, avec une capacité d'entraînement qui doit être entière. Voilà le niveau d'ambition que je propose pour pouvoir répondre pleinement à cette question : l'euro est-il vraiment un vecteur de richesses ?

Nous avons encore du travail devant nous !

ALEXANDRA BENSAÏD — À votre tour Olivier Klein, directeur général de la BRED et professeur d'économie à HEC, de nous donner votre niveau d'ambition...

OLIVIER KLEIN — Le succès d'une zone monétaire dépend de la politique monétaire qui y est menée, et plus fondamentalement, de la façon dont elle est organisée. Il y a des modes d'organisation, des modes de fonctionnement, qui facilitent ou non la création de richesses et dont il faut parler.

Premièrement, quand on a créé la zone euro, c'était pour proposer aux populations de la zone de partager une monnaie unique, ce qui était un symbole fort et très positif pour l'Europe. C'était aussi pour faciliter les échanges intra-zone, parce qu'il n'y avait ainsi plus de risque de change. Or, on sait que quand on facilite les échanges, on impacte positivement le taux de croissance. Il y avait, enfin, un autre objectif, celui de déplacer la contrainte extérieure des bornes de chaque pays aux bornes de la zone. C'était un argument très important à l'époque. Quand on gère un ensemble de pays très interdépendants, et que la contrainte extérieure s'exprime aux bornes de chaque

pays, vous rencontrez rapidement des freins à la croissance. Un pays qui a plus besoin de croissance qu'un autre, par exemple parce qu'il a une démographie plus forte, peut connaître un différentiel de croissance en sa faveur par rapport à ses voisins et partenaires et voir ainsi ses importations croître plus que ses exportations. De ce fait, il butera rapidement sur un déficit difficilement soutenable de balance courante, ce qui limitera sa croissance. C'est ce qui se passait pour la France, par rapport à l'Allemagne, avant l'euro. L'idée que la contrainte extérieure dans une zone optimale, dans une zone monétaire complète, s'exerce aux bornes de la zone, et non plus aux bornes de chaque pays, donne évidemment des degrés de liberté supplémentaires pour accroître le niveau global de croissance. En effet, le solde critique de la balance courante est celui de la somme de pays aux balances courantes pour les uns positifs et pour les autres négatifs. Le principe en est donc très intéressant.

Que s'est-il passé dans les faits ? De 2002 à 2009-2010, on a connu un rattrapage en termes de PIB par habitant d'un grand nombre de pays du Sud par rapport au PIB par habitant allemand. Mais on ne peut pas ignorer non plus que, depuis 2010, l'écart est reparti à la hausse. Quelques chiffres : au Portugal, le PIB par habitant représentait avant la zone euro 50 % du PIB allemand par habitant, il est passé à 52-53 % vers le milieu des années 2000, mais il est redescendu à 48 %, en 2016. Si je prends la Grèce, qui est évidemment un cas à part, il était de 55 % du PIB allemand en 2002, il est passé à 70 % du PIB allemand, mais a reculé beaucoup plus bas que le niveau atteint avant la zone euro, à 42 % en 2016. L'Espagne était à 68 %, elle est passée à 75 %, pour repasser à 62 %. Même l'Italie, qui était à 88 % – beaucoup plus proche de l'Allemagne, est passée à 90 % en 2005, et est retombée à 72 %, en 2016. La France était à 96 % – donc, très proche de l'Allemagne –, elle est passée à 100 %, mais elle a reculé à 88 % en 2016.

On voit bien les effets de création de richesses liées à la création de la zone euro, mais aussi ceux récessifs de la crise spécifique de la zone euro dès 2010.

D'où vient ce double mouvement ? En fait, les conditions de la soutenabilité de la croissance plus forte des pays du Sud après la création de l'euro n'étaient pas là. Pourquoi ? Parce que précisément l'organisation de la zone euro ne prévoyait pas les arrangements institutionnels permettant cette soutenabilité. Et cette croissance s'est faite pour partie à crédit ; simultanément pendant cette première période, on a assisté à une évolution très contrastée de la production industrielle. On a vu les pays du Nord de la zone avoir une croissance de leur production industrielle, et une décroissance de la production industrielle du côté des pays du Sud, France comprise. Évidemment, de façon assez corrélée, même si la corrélation n'est pas totale, on a vu le solde de la balance courante qui a évolué de façon totalement différente entre l'Allemagne et les Pays Bas, par exemple, qui avaient un excédent de 2 % du PIB, avant la zone euro, et qui sont passés à 8 % d'excédent ces dernières années, et ce dès 2008. Or, la zone euro hors Allemagne et hors Pays-Bas est passée de 0 % de solde de la balance courante en 2002, à -6 %, en 2008-2009. On a donc des pays du Nord qui caracolent en moyenne, si je prends l'Allemagne et les Pays-Bas pour les représenter, à 8 % d'excédent de leur balance courante, en 2008, alors que les autres connaissent un déficit de 6% ! L'écart est considérable et a entraîné pour la plupart des pays du Sud une grave crise de balance de paiements dès 2010. Le différentiel de croissance sur la même période n'était donc pas soutenable. À l'évidence, alors même qu'un rattrapage s'opérait en termes de PIB par habitant, d'autres écarts se créaient. Tout cela est largement dû à des défauts intrinsèques de la construction de la zone, mais aussi à des politiques structurelles divergentes de certains pays par rapport à d'autres.

Une des raisons de la crise majeure de la zone euro de 2010-2012 est que l'on n'a pas créé une zone monétaire complète, et qu'on n'a pas mis en place de coordination des politiques économiques, incitant les pays ayant des moyens de tirer la croissance par le haut et relancer, allégeant ainsi la peine de ceux qui devaient ralentir. C'est très dommageable, mais je pense qu'il n'y a pas de raison qu'on ne puisse jamais y arriver. Deuxièmement, nous n'avons pas d'éléments de mutualisation de la dette publique ou de transferts budgétaires des pays qui vont mieux vers ceux qui vont moins bien, comme cela existe entre les États composant les États-Unis. Dans une zone monétaire unique, en principe, il doit exister ces éléments qui permettent d'éviter qu'il y ait des chocs asymétriques trop forts.

En outre, en amont, faute de politiques structurelles mises en place par les pays du Sud, la création de la zone euro, la monnaie unique ont facilité une dynamique de polarisation industrielle au profit des pays du Nord. La production industrielle s'est partiellement déplacée vers les pays qui étaient les plus forts industriellement, et qui ont ainsi accentué leurs avantages à la faveur de la création de la zone. Cela ne s'est pas fait sans effort de leur part, car ils ont accentué leurs avantages grâce à leurs réformes structurelles, mais également grâce au jeu de la zone euro. Les investissements se dirigent en effet spontanément là où les infrastructures physiques et institutionnelles (conditions de production, réseaux de sous-traitants, formation, marché du travail...) sont les plus favorables alors qu'il n'y a plus de risque de change entre ces pays. Plus besoin d'investir autant dans une production dans certains pays du Sud, car on ne craint plus de pouvoir moins vendre dans ces pays en cas de dévaluation de leur part. De plus, lorsque l'on ne fait plus jamais d'ajustement de change, si l'on n'a aucune politique pour aider à la convergence, il se passe le phénomène suivant : on donne une prime aux pays forts qui ne subissent plus le réajustement de la compétitivité par la

dévaluation des devises des autres pays. C'est l'équivalent d'une sous-évaluation régulière, en l'occurrence de l'Allemagne, au fur et à mesure du temps.

La crise des pays du Sud, provoquée notamment par cette désindustrialisation partielle, qui a fortement contribué à la crise de leur balance des paiements, a été largement due également à la politique monétaire unique qui a abouti par construction à un taux d'intérêt qui correspondait aux besoins de la moyenne des pays de la zone, et qui, de ce fait, pour des pays qui croissaient plus vite et en rattrapage, a donné des taux d'intérêt trop faibles, ce qui, du coup, a facilité le développement de bulles, notamment immobilières, ou de bulles de crédit, très visibles dans certains pays, bulles qui ont explosé par la suite.

Tout cela a été renforcé par le fait que les marchés financiers ont failli pendant la période, puisque de 2002 à 2009, il n'y a pas eu d'auto-régulation des taux d'intérêt longs qui, malgré les circonstances décrites ci-dessus, n'ont cessé de converger vers les taux d'intérêt allemands, les plus bas de la zone. De ce fait, les pays qui accroissaient sans cesse leur niveau global de dette, ou leur déficit de balance courante, n'ont pas connu de coup de semonce. Si les marchés avaient bien fonctionné, leurs taux d'intérêt auraient dû monter pour tirer les sonnettes d'alarme nécessaires pour faire en sorte que les pays se régulent mieux et limitent leur endettement extérieur et leur déficit de balance courante.

En fait, le manque de mécanismes d'ajustement équilibrés et symétriques, partagés par tous les pays de la zone euro, le manque d'arrangements institutionnels suffisants (comme la coordination des politiques économiques, l'absence de transferts budgétaires...), mais aussi le manque de réformes structurelles internes à chaque pays du Sud, a constitué la base de la crise qui a éclaté en 2010. Comme expliqué précédemment, celle-ci a été une crise de balance des paiements classique,

un *sudden stop*, des pays du Sud. Avec un arrêt de la mobilité des capitaux privés, qui ont cessé de se déverser vers les pays du Sud, alors qu'ils le faisaient naturellement jusqu'alors en provenance des pays du Nord, qui eux connaissaient symétriquement des excédents courants. Cela a provoqué des ajustements asymétriques. Ne disposant pas des arrangements institutionnels pré-cités qui auraient été opportuns, ces pays n'ont plus eu qu'une seule possibilité : s'ajuster isolément par le bas. En abaissant leurs coûts sociaux, en abaissant leurs coûts de production, donc en menant des politiques d'austérité, de façon à faire baisser d'un côté leurs importations – lorsque l'on baisse la demande, on baisse mécaniquement les importations –, et de l'autre, toujours en abaissant les coûts, de retrouver de la compétitivité pour relancer leurs exportations. Cela induit évidemment un coût social et politique très important.

Pour finir, il faut dire que, très heureusement, la BCE a sauvé la zone euro en 2012. Elle l'a sauvée, parce que la BCE a mis fin aux cercles vicieux qui s'étaient installés, et qui se déroulaient de façon catastrophique. Le cercle vicieux entre la dette des États et les taux d'intérêt. Les taux d'intérêt qui flambaient, augmentaient encore le poids de la dette des États, ce qui conduisait à son tour à une nouvelle hausse des taux. La BCE a également interrompu le deuxième cercle vicieux qui existait entre les dettes publiques des États et les banques des pays considérés. Puisque les banques portaient des titres des États, les banques augmentaient les risques perçus quant à leur solvabilité, puisque les États allaient mal. Mais, comme les États étaient obligés de refinancer ou de recapitaliser les banques, ils semblaient eux-mêmes davantage encore en risque. La BCE, par diverses mesures et postures appropriées, a sauvé la zone euro.

Mais la BCE ne peut pas, en permanence – et elle le dit elle-même très clairement – être la seule à porter tous les efforts. Elle le fait remarquablement, mais elle le fait pour acheter du temps aux gouvernements qui ont deux choses à faire, ce qui est

également répété à juste titre de façon incessante par la Banque centrale. Pour les pays du Sud et la France, il s'agit de faire des réformes structurelles, parce que c'est cela qui apportera le surcroît de croissance potentielle et facilitera leur trajectoire de solvabilité. L'Allemagne ne fera pas d'efforts si les autres pays ne font pas de réformes structurelles, parce que de son point de vue, il n'y a pas de raison d'être solidaire avec des pays qui ne feraient pas les efforts nécessaires pour ne pas être en situation de demander de l'aide à répétition. C'est un nœud crucial. On a simultanément besoin – et la Banque centrale le dit aussi – de nouveaux arrangements institutionnels, pour refonder la capacité de l'Euro à créer de la richesse dans la zone euro, donc de quelques éléments de solidarité, de coordination et de partage du pilotage de l'économie de la zone, et sans doute de grands projets européens utiles à la croissance. Si l'on y parvient, ce sera renouer avec la promesse de l'euro et de l'Europe. La France a beaucoup à faire pour y contribuer. Elle semble l'avoir compris.

ALEXANDRA BENSAÏD — Stéphane Boujnah, vous étiez à Bercy de 97 à 99, vous avez vu arriver l'euro, vous êtes bien placé pour nous dire si l'euro est un vecteur de richesses.

STÉPHANE BOUJNAH — Le titre de notre session est un peu inapproprié, parce que depuis l'invention de l'agriculture, les deux seules manières de créer de la richesse – et il n'y en pas trois – sont l'innovation et le travail. Il n'y a pas d'autres manières de créer de la richesse que de trouver les bonnes graines pour faire pousser les bonnes céréales ou de croiser les bonnes brebis ou les bons bovins parce qu'on passe ainsi mieux l'hiver que si l'on continuait à cueillir des baies comme il y a 60 000 ans ! Et ceux qui font la sieste traversent moins bien l'hiver que ceux qui travaillent beaucoup. C'est une réalité qui ne se discute pas. Penser que la monnaie peut

être un vecteur de création de richesses est un contre-sens historique. Les conditions dans lesquelles les hommes et les femmes créent de la richesse, c'est en inventant des choses qui marchent mieux que ce qui existait auparavant, ou en travaillant plus ou en faisant plus efficacement leur travail, même s'ils travaillent moins, c'est ce qui s'appelle la productivité. Tout le reste est littérature.

La monnaie unique, c'est vrai, constitue un vecteur de protection des chocs du reste du monde. C'est notamment un élément extrêmement puissant pour maîtriser nos taux d'intérêt, c'est-à-dire les conditions dans lesquelles on alloue l'épargne en investissement et en consommation. Certes, mais on voit bien que si c'est un vecteur de quelque chose, ce serait plutôt un vecteur de souveraineté qu'un vecteur de création de richesses. Je ne dis pas cela par hasard, parce que si on regarde la monnaie comme autre chose qu'un outil de souveraineté, de protection, de maîtrise de nos taux d'intérêt et qu'on lui fait porter tous nos problèmes de productivité, on fait juste un contre-sens et on fait partir le débat politique sur les errements dont il s'est déjà rendu coupable. Dieu merci, les sociétés européennes sont peuplées d'hommes et de femmes plutôt mieux formés et mieux éduqués que dans d'autres pays développés et donc on a su échapper aux tentations premières dans lesquelles le débat nous entraînait.

Pour l'anecdote, en 91 ou 92, nous étions un petit groupe qui essayait de faire de Michel Rocard, un jour, peut-être, un président de la République. On se réunissait parfois chez Michel Sapin qui était alors ministre de l'économie à Bercy. Quand on déjeunait là-bas, il y avait un moment absolument solennel, vers 13 heures, un huissier arrivait avec un petit plat, une sorte de beurrier argenté qui contenait le cours du Deutsche Mark et celui du franc. Michel Sapin prenait connaissance des chiffres avec une grande solennité. Et nous avions le sentiment que ce moment était finalement le plus important du déjeuner.

Nous sommes sortis de ces affres pour entrer dans un monde où certains soulignent en permanence que si l'on se permet d'avoir sept ministres des Finances en cinq ans ou de s'affranchir de la contrainte internationale, c'est précisément parce que l'euro nous abrite. Mais la version positive de cela, c'est que nous avons gagné significativement en marge de manœuvre et en souveraineté. C'est d'abord ça qu'a permis l'euro.

Il existe une tentation du perfectionnisme qui consiste à dire que l'euro n'est pas parfait, qu'il est donc condamné, avec deux versions assez fatigantes. La version économique explique que l'euro n'est pas une zone monétaire optimale, qu'il ne pourra donc pas résister aux chocs. C'est la version anglo-saxonne qui peut s'accompagner d'une certaine jubilation au moment d'une crise, comme celles de 2009 et 2011. L'autre version, politique celle-là, porte sur la monnaie. Elle est un attribut de la souveraineté, dit-on, or vous n'avez pas de souverain, ce n'est donc pas soutenable et la viabilité de votre monnaie est douteuse.

Je crois qu'il faut dépasser ces deux tentations. Nous réagissons trop vite à cette provocation, nous tombons trop facilement dans ce piège intellectuel que nous tendent les adversaires de ce projet de souveraineté. La construction européenne n'a jamais été un jardin à la française. Elle n'est faite que de crises, de compromis, de structures biscornues, de lentes constructions. Oui, les 60 ans qui viennent de s'écouler, de 1957 à nos jours, avec leurs lots de compromis, de trucs un peu *sui generis*, un peu inexplicables, difficilement appréhendables par le reste du monde, sont significativement meilleurs pour nous que les 60 ans précédents et dans lequel, on recense un deuil dans chaque famille et un monument aux morts dans chaque village.

Il y a une profondeur de l'attachement à l'euro en tant que politique de souveraineté et d'indépendance, au-delà de la France, qui n'a rien à voir avec ces imperfections qui sont

celles de n'importe quelle politique européenne. Est-ce que la manière dont nous protégeons nos exploitants agricoles des aléas climatiques et dont nous régulons un peu nos marchés est l'optimum de la régulation des prix agricoles ? Est-ce que la manière dont nous organisons nos institutions pour la prise de décision constitue un exemple de rationalité et de fluidité ? Y a-t-il beaucoup de démocraties avec trois personnes pour le même job ? Non ! Mais c'est comme ça. Il faut retrouver, je crois, ce qui manque le plus, le sens de cette monnaie, pour créer le lien social et renouer avec l'optimisme.

Vous faisiez référence à la période 97-99. À l'époque les choses marchaient un peu mieux, malgré les imperfections du Traité de Lisbonne. Sur ces sujets européens, les voisins de la France, c'était Tony Blair, Gerhard Schröder, Romano Prodi, Antonio Guterres qui travaillaient ensemble dans un climat de confiance dans le projet, proche de l'enthousiasme. C'est probablement ce qui manque le plus aujourd'hui et qui pourrait renaître dans les mois qui viennent, si les choses continuent à bien se passer.

Comment retrouve-t-on la confiance des citoyens dans le projet ? La vitrine légale de l'Europe finalement, c'est l'euro, sous forme de billets dans notre poche, cet argent que nous utilisons pour nos achats et c'est, je trouve, la forme la plus concrète du projet politique dans lequel nous sommes embarqués. Il est étonnant de constater, qu'en dépit de tout le mal que l'on dit et que l'on pense de la construction européenne, l'adhésion à l'euro se renforce mois après mois, année après année. C'est une réalité.

Ce qu'il faut maintenant, c'est enraciner le projet dans une dimension institutionnelle avec quelques idées simples, archi-balisées. Quand on hésite entre ce qui marche et ce qui ne marche pas, ou ce qui pourrait marcher plus vite, ou ce qui pourrait marcher moins vite dans l'Union européenne, surtout maintenant que les Anglais en sont sortis, il ne faut plus se

faire de nœuds, il faut se dire que l'espace pertinent, où faire converger les solidarités les plus identitaires, c'est la zone euro. il faut se dire qu'on met un accélérateur chez ceux qui ont déjà fait converger leur politique budgétaire, et chez ceux qui payent ensemble avec du vrai *cash* les fonds de secours. Demain, si ça ralentit sur la mise en place des unions de marché de capitaux, il faudra avoir le même réflexe. Ceux qui pensent que c'est trop compliqué, qu'ils le fassent en dehors, mais toute l'idée de la zone euro est assez simple : c'est un projet politique dans lequel, ceux qui essayent, demandent poliment, à ceux qui pensent que ça n'est pas possible, de ne pas les empêcher d'essayer !

PERVENCHE BERÈS — Dans le traité qui a créé l'euro, un article dit que les États membres considèrent que la coordination de leur politique économique est quasiment un bien commun... Ils ont fait le contraire. Ils se sont d'abord mis en concurrence, ensuite, ils ont dit qu'ils se coordonnaient. Se coordonner, cela veut dire que lorsque vous engagez une réforme, du marché au travail par exemple, vous informez vos partenaires de ce que vous allez faire, c'est cela la coordination. La réalité c'est que personne n'en veut. Alors, je suis totalement d'accord, on ne va pas jeter le bébé avec l'eau du bain. Il y a une partie de coordination qui est utile. L'essentiel est que les ministres des Finances se parlent et disent ce qu'ils ont l'intention de faire. Comme on ne savait pas comment faire pour se parler, on a mis des règles et on s'est dit que ça allait marcher. Et comme ces règles touchent au souverain sur des politiques qui sont souveraines, on n'a jamais pu les appliquer. On a ensuite constaté que les règles n'étaient pas appliquées et qu'en conséquence il n'y avait pas de confiance entre les États... C'est un cercle vicieux.

Pourtant nous partageons un bien essentiel, la monnaie. Comme cette coordination ne se fait pas très naturellement, c'est une raison pour laquelle mon premier élément de réponse

est de dire qu'il faut que le ministre des Finances joue le rôle, non de Père Fouettard, mais de coordinateur de la parole des autres. Il faudrait que les responsables des gouvernements puissent exposer leurs projets d'investissements, et que le ministre des Finances européen puisse les mettre en garde sur tel ou tel sujet. C'est quelque chose qui n'existe quasiment pas, ou, en tout cas, pas de manière efficace.

Quand on a parlé de zone monétaire, au fond, on ne s'est pas préoccupé de dire que dans l'espace de la zone euro, la question des minima sociaux ou de la convergence fiscale allait devenir des points critiques. Or, les pays se sont fait concurrence à travers, ce qu'on a appelé, des dévaluations internes. Je ne dis pas que tout le monde doit suivre exactement le même chemin, mais il faut savoir quel est le bon chemin pour bien travailler ensemble. Et cela ne dépend pas que de discussions bilatérales entre des ministres des Finances. On a besoin d'un espace plus intelligent, de compréhension, de diagnostic des besoins de la zone euro et d'outils pour la faire fonctionner.

Dans le rapport que j'ai co-écrit avec un parlementaire de la CDU, nous sommes arrivés à ce que j'appelle, non pas un compromis, mais un point d'équilibre. Nous plaçons pour un code de convergence, parce que dire toujours aux États qu'ils doivent faire des réformes structurelles, cela ne suffit pas. Bien sûr, tout le monde est conscient de la nécessité de faire des réformes structurelles, mais dit en boucle par Bruxelles, cela finit par générer une fatigue. Souvenez-vous de ce qui s'est passé quand on a créé l'euro. Il y avait trois critères à respecter, et je connais même des pays où l'on a dissout l'assemblée, parce qu'on n'était pas sûr d'y arriver. Il y avait une appropriation par les États ; ils voulaient en être. C'était à chacun des responsables d'agir. Nous, nous proposons maintenant de mettre en place un code de convergence qui serait la clé avant de pouvoir accéder au budget de la zone euro. Parmi ces critères de convergence, j'en citerai quatre très simples : le niveau d'investissement, des

éléments sur l'impôt des sociétés, des éléments sur le salaire minimum, et un quatrième sur la capacité administrative, parce qu'il y a un certain nombre de pays de la zone euro où cette question reste un problème.

OLIVIER KLEIN — Si on entend par coordination des politiques économiques l'harmonisation de toutes les conditions, étant donné que nous avons des pays à des niveaux d'évolution très différents, ce n'est pas possible. En revanche, si ces dernières années, nous avons pu pratiquer davantage de coordination pour que l'Allemagne relance un peu quand d'autres étaient obligés, au contraire, de freiner, cela n'aurait pas été mauvais pour la zone.

Je partage évidemment l'idée que ce n'est pas la monnaie qui crée la richesse, cela va sans dire. En revanche, la façon dont on s'organise, dont on pratique les arrangements, dont on appréhende le marché du travail, les arbitrages plus ou moins efficaces sur les dépenses de l'État, la manière de favoriser les possibilités de gagner en productivité, etc., des sujets nationaux pour le coup, sont des conditions qui créent le potentiel de croissance. On le sait tous. Mais je ne crois absolument pas que construire une monnaie unique n'a aucune conséquence et ne conditionne pas la façon dont la croissance peut ou non se faire. Autrement dit, la monnaie n'est pas une question neutre. Si on crée une monnaie unique, il faut vraiment mettre en place les bons arrangements pour que cela ne freine pas et qu'au contraire, cela produise le meilleur. On ne peut pas balayer ces nécessités d'un revers de la main. Il ne suffit pas d'avoir une bonne dose d'enthousiasme et la croyance dans le fait que l'Europe, de toute façon, va se construire à sauts et à gambades, comme aurait dit Montaigne. Moi, je crois évidemment que l'histoire de l'Europe est une histoire de construction progressive et chaotique. Mais il faut faire attention quand on construit une zone monétaire : à un moment donné on fait

un saut, et si on n'a pas les arrangements institutionnels pour l'accompagner, on peut créer le pire. Il faut faire très attention à ce que nous faisons. Nous avons intérêt à mettre en place les arrangements institutionnels le plus rapidement possible pour que les gens continuent à aimer l'euro et en aient envie parce qu'ils seront convaincus qu'il sera un élément de stabilité et naturellement de création de richesses. Il faut produire ces arrangements institutionnels, sinon, nous serons confrontés tôt ou tard à des problèmes qui ne seront pas solubles dans l'optimisme ou la seule volonté.

PERVENCHE BERÈS — Vous voulez seulement des arrangements institutionnels ?

OLIVIER KLEIN — Par arrangements institutionnels, je veux dire avoir des éléments de coordination mis en commun sur certains budgets, peut-être un ministre de l'économie. Nous connaissons cela par cœur ! Nous ne sommes pas une nation unique, nous avons des souverainetés différentes, les choses ne pourront être mises en œuvre que si on arrive à ce que certaines nations ne croient pas que les autres vont tendre la sébile en permanence, qu'elles peuvent être solidaires quand il le faut, mais pas *ad vitam aeternam*. D'où l'obsession allemande de l'aléa moral : l'Allemagne se dit que si elle commence à distribuer davantage en faveur des autres pays et à procéder à des transferts budgétaires, ces pays ne vont pas faire les réformes structurelles nécessaires, et cette situation perdurera à l'infini ; l'épargnant allemand, on peut le comprendre, n'en a pas envie. D'un autre côté, l'Allemagne profite de la zone euro, il est donc légitime de mener une négociation. Mais celle-ci ne passera que par la crédibilité des autres acteurs qui montreront à l'Allemagne qu'ils ne se mettront pas dans une situation de dépendance éternelle, mais que cela jouera dans tous les sens. Dans le fond, l'Allemagne avant l'euro, était un pays qui

n'allait pas si bien que ça, et avant les réformes Schröder, elle était considérée comme un des pays malades de l'Europe. Tout se retourne tout le temps, mais simplement que des pays dépendent d'autres ne peut pas être éternel.

ALEXANDRA BENSAÏD — La question serait donc de savoir si on vit en ce moment un moment de retournement lié à une évolution des mentalités des pays ?

STÉPHANE BOUJNAH — Quand je parle d'un système par construction baroque, je veux dire que nous réfléchissons beaucoup aux problèmes dans tout le continent, et puis nous les réglons quand il n'y a plus d'issue. Regardez la supervision bancaire ou l'union bancaire avec ses différentes dimensions. On a parlé pendant des années de supervision, de résolution et de garanties de dépôts, et puis un jour, l'arrivée d'une crise a fait de cette discussion intellectuelle, une évidence. Et alors, surprise, surprise, en deux ans, tout a été bouclé. Et en fait, ça marche. Les banquiers trouvent parfois que nous avons rajouté une couche un peu épaisse de bureaucratie qui ne sert à rien, mais en réalité, ça marche plutôt bien.

Depuis des années, nous avons un débat intellectuel sur le ministre des Finances de l'Union européenne et une forme de délibération parlementaire de la zone euro avec au fond deux options : le *caucus* des membres du Parlement européen des pays de la zone euro se réunissant de temps en temps à Strasbourg ou bien des délégations des finances des parlements nationaux se réunissant à Strasbourg en amont de leur propre saisonnalité budgétaire. C'est parfait à condition que cela embraye sur des coordinations effectives. Et cela ça va arriver.

Le départ des Britanniques va être un accélérateur de cette convergence. N'oubliez pas que ce dont on parle, c'est une zone

monétaire qui représentait à la louche 61 % du PIB de l'Union européenne avant le départ des Anglais et qui représente, à la louche, 85 % du PIB de l'Union européenne après leur départ. Cela signifie que dans la pratique, il y a maintenant une forme d'identité en termes de génération de richesse entre la zone euro et l'Union européenne : ceux qui n'y sont pas sont soit des pays riches qui ont décidé de ne pas y être, les Suédois et les Danois, soit des pays trop pauvres pour y arriver, et y arriveront peut-être un jour, mais pas tout de suite. C'est ça, la zone euro.

Sans être un spécialiste de la dynamique politique européenne, on a le sentiment que nous sommes sur le point d'y arriver. Ce ministre des Finances, on va l'avoir. La configuration politique qui se dessine sur le continent montre que ce sera *sooner rather than later*. Le saut parlementaire, il faut le faire, il ne faut pas tout attendre du déblocage institutionnel, mais il faut en attendre ce qu'il est le seul à pouvoir régler.

Mais j'insiste ; le fond de l'affaire, c'est l'optimisme et le triomphe de la volonté. Est-ce que les leaders élus dans les différents pays démocratiques l'ont été en étant euro-prudents ou euro-sceptiques ou euro-honteux ? Est-ce qu'ils sont élus en étant euro-fiers, déterminés et conquérants, comme le nouveau président de la République française qui a fait campagne résolument sur ces thèmes-là ? La vraie différence pour permettre de résoudre les problèmes qu'on évoque, tient à la dynamique de ces leaders. Si les responsables doutent, n'assument pas cette ambition et ne soulignent pas la complexité, les incohérences ou les contradictions qu'elle porte, et disent : « vous allez voir ce que vous allez voir, à la fin, c'est toujours mieux qu'un deuil dans chaque famille et un monument aux morts dans chaque village », rien ne changera !

Quand l'euro a été sur le point de paraître, je me souviens qu'il y a eu un débat vif sur les personnalités qui figureraient sur les billets. Ce débat a été enterré très vite, de mémoire pour deux raisons : la première, c'est que en grattant un peu,

dès qu'on mettait en avant une personnalité forte de l'histoire européenne, on s'apercevait qu'il ou elle avait toujours dit quelque chose de désagréable sur un pays voisin et que ce n'était pas très sympathique... Deuxièmement, on s'est aperçu qu'il n'y avait pas suffisamment de grands scientifiques, poètes ou écrivains pour faire assez de billets de 5, 10, 20, 50, 100, 200 ! Il y a un moment où l'ambition politique du projet suppose de l'incarner un peu plus. Moi je trouve que ce ne serait pas mal d'y réfléchir à nouveau.

Quand j'ai vu l'hommage international et national rendu à Simone Veil, j'ai pensé qu'elle méritait de figurer sur un billet de l'Union européenne, tout comme Adenauer et quelques autres, des personnalités consensuelles de l'après-guerre. Il faut penser à des choses comme cela. Regardez la jubilation des citoyens de l'Union européenne, quand ils s'amuse à regarder les pièces en euro et leur plaisir de découvrir les symboles nationaux des autres pays membres. C'est bien une incarnation de l'unité dans la diversité. Il faut reconstituer le puzzle : la monnaie, l'euro, la citoyenneté, la souveraineté, le *caucus* parlementaire et le ministre des Finances...

LA PAROLE AUX ÉTUDIANTS — Vivien Chbicheb, École polytechnique. Quand vous parlez de coordination, concrètement que voulez-vous coordonner ? L'ensemble des politiques budgétaires, une politique sur le climat ? Dans son livre *Sauver l'Europe*, Hubert Védrine prône l'idée de redéfinir clairement les compétences propres à la zone euro et les compétences propres aux nations. Qu'en pensez-vous ?

PERVENCHE BERÈS — Merci d'avoir évoqué Hubert Védrine. À un moment, son discours portait sur la nécessité d'arrêter de proposer toujours plus d'Europe aux Français. Mais lorsque vous l'interrogiez pour savoir comment faire pour avancer dans le domaine fiscal, dans le domaine de la

lutte contre le détachement des travailleurs ou la lutte contre le terrorisme par exemple, sa réponse était toujours et encore plus d'Europe.

Chacun porte le projet européen avec ses propres contradictions. Moi-même, je n'ai pas de réponse claire à votre question. Avec Reimer Böge, nous avons avancé cette idée du code de convergence. Je vais prendre en exemple la question de l'éducation et de l'information. Dans tous les Conseils européens, quand la question de la création de richesses est évoquée et que l'on cherche une réponse de fond aux défis que nos sociétés connaissent, vous entendrez qu'il faut plus d'éducation et de formation. Or quelle est la compétence de l'Union européenne en matière d'éducation et de formation ? On a fait le processus de Barcelone, on a fait Erasmus et il faut aller encore plus loin avec Erasmus... Mais il ne s'agit pas de transférer tous les programmes scolaires au niveau européen, cela relève bien d'une compétence nationale. Et pourtant, si l'on parle de coordination des politiques économiques, la question de savoir quel budget l'Espagne consacre à la formation des travailleurs et dans quelles conditions ceux-ci sont parfois ensuite victimes de *brain drain* pour aller travailler en Allemagne, mérite d'être discutée au niveau européen.

Je n'ai donc pas de réponse simple à cette question complexe. La seule réponse que je ferais est la suivante : faisons à chaque niveau ce qui est le plus efficace. En matière d'éducation par exemple, cela signifie que chaque État doit s'occuper de son rattrapage, de ses jeunes qui quittent le système scolaire sans formation et sans qualification, et qu'au niveau européen, on puisse organiser des passerelles. La reconnaissance des diplômes, par exemple, est une question européenne, par essence.

OLIVIER KLEIN — Sur un plan plus technique, on peut trouver deux domaines de coordination strictement

économique. Premièrement, la coordination de politiques conjoncturelles. Qu'un pays ralentisse pour rétablir sa balance courante à court terme, quand d'autres puissent accélérer – d'autant plus qu'ils ont des excédents de balance courante, exceptionnellement et anormalement élevés – est une forme de coordination. Autre type de coordination sans ambition d'une homogénéisation impossible, eu égard aux différents niveaux de développement des pays – c'est de se poser la question de savoir où sont les minimum sociaux sans pratiquer les mêmes, sur différents types de sujets, pour qu'il n'y ait pas de *dumping*, mais que ce soit adapté à la situation du pays en fonction de sa possibilité, sa nécessité concurrentielle vis-à-vis des autres. Cela peut se négocier, il me semble que cela serait raisonnable de pouvoir le faire dans une zone monétaire unique.

QUESTION DU PUBLIC — La nécessité de l'euro et ses avantages ont été évoqués. Pourquoi la Suisse tient-elle tant à son isolement au sein de l'Europe. D'où vient sa richesse ? Pourquoi un petit pays au milieu de l'Europe survit à sa monnaie ?

STÉPHANE BOUJNAH — Les Suisses innoveront beaucoup, travaillent beaucoup et sont très productifs. Leur industrie est puissante et innovante, indépendamment de leur monnaie. Cette industrie, pharmaceutique, chimique en général, et pas mal de mécanique, d'électronique existait avant que nous ne passions à l'euro et continue à exister depuis. Leur secteur financier est puissant, mais il n'a pas été à l'abri de la crise et c'est là qu'il faut parler de la question de la souveraineté.

Ils ont beau avoir leur monnaie, quand arrivent des tempêtes sur les taux de change, ils se prennent le choc de plein fouet. Ils ont vu aussi passer le pire, la crise de 2015 notamment. La Suisse, c'est aussi ça, c'est un magnifique pays industriel, avec une superbe industrie de la finance qui, en réalité, même s'ils

sont plus discrets que nous, a été beaucoup plus atteinte qu'on ne le pense et le contribuable suisse beaucoup plus sollicité que le contribuable français sur des secteurs financiers. Quand arrivent les chocs des taux de change, ils les prennent là où nous, nous les évitons.

QUESTION DU PUBLIC — En 2006, le taux de chômage en France était de 7,2 % de la population active, il était de 10,1 % en Allemagne. La dette de l'Allemagne était de 68 % du PIB, la dette de la France de 64 %. Qu'est-ce qui s'est passé entre temps ? Il y a eu les réformes Schröder. Sans réformes de structure, il sera impossible que la France revienne au niveau de l'Allemagne ou au niveau des pays de l'Europe du nord. Deuxième remarque, la politique monétaire peut aider à créer des richesses, mais elle peut aussi aider à en détruire. Je vais prendre deux exemples, deux périodes. Sous Trichet, avec des taux d'intérêt élevés, un euro fort, on a détruit de la richesse. Sous Draghi, on a créé de la richesse, il a sauvé la zone euro, et remis l'économie de la zone euro sur les rails. Plus que la monnaie, l'important c'est la politique monétaire.

PERVENCHE BERÈS — Si j'ai pu donner l'impression que j'étais hostile aux réformes structurelles en disant qu'il y avait une lassitude à leur égard, merci de me permettre de préciser ma pensée. Chaque État membre doit faire son travail, sa réforme structurelle. Nous sommes dans un monde qui bouge, étant données l'évolution des technologies ; qui peut penser qu'un pays qui ne s'adapte à la numérisation de l'économie aurait quelque chance dans la compétitivité mondiale ?

La France a été protégée par le passage à l'euro et elle ne s'est pas toujours mobilisée derrière cette protection pour se réformer comme elle devait le faire. Cela dit, il n'en demeure pas moins que le fait de partager une monnaie, l'euro, produit

des effets induits et a créé des interdépendances négatives entre les États membres de la zone et des divergences qui vont au-delà des réformes structurelles que les uns ou les autres ont faites ou non. C'est un point très important dans le débat, parce que certains nient le caractère polarisant de l'euro, or il existe. En France, on a connu Paris et le désert français. À l'échelle de l'Europe, quand on parle du centre et de la périphérie, il y a un effet de la polarisation du fait de l'adoption de la même monnaie. C'est un élément dont il faut tenir compte dans notre façon de répondre à la question et du coup de poser le problème des surplus et des déficits.

Mais rien de tout cela ne sera possible, sans une vraie stratégie de reprise de l'investissement public et privé. C'est un point absolument critique : le Pacte de stabilité ne permet pas de soutenir l'investissement dans des conditions correctes, et peut au contraire, apparaître parfois comme un élément de désinvestissement, ce qui est mortel pour l'euro.

Pour finir, j'ai voté contre Mario Draghi parce que je pensais qu'il était trop proche des banquiers pour pouvoir faire ce qu'il avait à faire. Henri Weber m'avait dit, tu te trompes, comme il les connaît très bien, il va savoir leur parler, et il avait raison. Mais Mario Draghi ne peut pas faire plus que de soulager les économies avec des opérations monétaires, or ce n'est pas cela qui fait des politiques économiques, il donne juste du temps.

En 2007, la Banque Centrale met des liquidités dans le circuit et permet au ministre des Finances et aux chefs d'États et de gouvernements de gagner un an, jusqu'à la chute de Lehmann Brothers. À ce moment-là, ils ont été vraiment obligés de monter à bord, mais ils auraient pu le faire dès 2007. À chaque fois que la politique monétaire intervient, elle est entre les mains d'une seule autorité – c'est plus facile à mettre en œuvre, il y a un pilote dans l'avion. Mais ce pilote ne peut pas tout, il peut juste donner une respiration aux États membres. Ensuite, la difficulté est de les mobiliser pour qu'ils fassent leur partie

du travail en interne, par des réformes structurelles nationales, mais aussi en coordination, en création d'instruments d'amortissement des chocs symétriques, asymétriques etc.

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU — En tant que gouverneur de la Banque de France, je siège au conseil des gouverneurs. Sur la politique monétaire, je voudrais revenir sur ce qui a été dit concernant l'opposition un peu facile entre Jean-Claude Trichet et Mario Draghi. Il faut beaucoup la relativiser pour deux raisons. La première, c'est que c'est vraiment un travail collectif qui se discute autour de la table et donc il n'y a pas un méchant Jean-Claude ou un méchant Mario qui décide tout seul.

Deuxièmement, je rappelle toujours quelque chose qui est un peu oublié : la première fois que nous avons acheté des titres publics, y compris des titres grecs – ce n'était pas très orthodoxe – c'est Jean-Claude Trichet qui l'a décidé en 2010. Je crois que la politique monétaire, avec une certaine constance dans la zone euro, a essayé d'accompagner ces années très difficiles.

La politique ne suffit pas, que peut-on faire pour plus de coordination ? Nous sommes dans un moment favorable. Il faut évidemment réformer nos pays, notamment ceux qui sont un peu en retard comme la France. La très bonne nouvelle est que les réformes en Europe marchent et qu'elles sont compatibles avec le modèle social auquel nous croyons. Nous pouvons le constater autour de nous, et pas seulement en Allemagne.

Mais après avoir procédé à ces réformes, il faudra mettre en place des accélérateurs de solidarité. Il en existe sur le plan pratique, il faudrait aujourd'hui, si on fait des réformes en France, avoir de la relance en Allemagne, avec un accord politique et économique franco-allemand. Enfin, nous avons à notre disposition énormément d'épargne excédentaire, 350 milliards d'euros chaque année d'épargne disponible pour faire plus d'investissements. Au-delà du plan Juncker, il faut

que nous la mobilisons, notamment pour l'innovation, le numérique, la transition écologique, etc.

CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE — Nos échanges, comme ceux qui sont menés sur l'euro au plan national et européen, montrent qu'il y a souvent une confusion entre les questions techniques et les questions de souveraineté politique. Sur les questions techniques, créer une monnaie entre des régions différentes ou entre des pays différents, entraîne un effet de polarisation automatique. C'est pour ces raisons techniques qu'il y a toujours automatiquement une contrepartie, avec la mise en place d'un budget commun opérant des redistributions, afin de rendre supportables ces effets de polarisation qui conduisent à avoir des niveaux de vie différents.

En France, nous avons treize régions. Dans la France métropolitaine, le niveau de vie entre l'Île-de-France et le Massif central sans redistribution, serait de un à cinq ; après redistribution, nous sommes de un à deux. C'est souvent très mal compris, mais l'Île-de-France est une machine à créer des richesses et à les redistribuer. L'Île-de-France représente 31 % du PIB de la France mais seulement 22 à 23 % de ses revenus. 8 % du PIB généré par l'Île-de-France est redistribué sur le reste du territoire, ce qui a donné naissance à l'économie résidentielle et explique la prospérité des côtes atlantiques, parce que les retraités qui vont sur ces côtes reçoivent les cotisations qui sont payées par l'Île-de-France.

Quand vous n'avez pas de redistribution entre l'Allemagne, la Grèce et l'Espagne, vous avez des effets extrêmement puissants. Ces questions techniques sont extrêmement complexes. Le plus simple, pour comprendre, c'est que nous avons 19 pays dans la zone euro, comparés à 50 États américains. Les 50 États américains ne sont pas non plus une zone monétaire optimale. Simplement, pourquoi les Américains, depuis 1913, le moment où on a mis en place la réserve fédérale, ont-ils survécu

à toutes les crises, guerre mondiale et guerre froide ? Parce que les États-Unis ont un budget, qui fait 20 points de PIB, qui est monté à 25 points dans la crise et qui opère une redistribution. Par ailleurs, entre les 50 États américains, les principaux systèmes fiscaux et sociaux sont fédéraux. C'est absolument clé. *Medicare, Medicaid, Food Stamp*, c'est fédéral. Trump essaye de revenir dessus, mais ça ne marchera pas, parce que c'est une nécessité absolue du fonctionnement des États-Unis. L'impôt sur le revenu aux États-Unis est fédéral, la base de l'impôt sur les sociétés est fédérale, tout le système de fiscalité des marchés financiers est fédéral. Le sujet, à ce moment-là passe du technique au politique. Les trois éléments-clés de la souveraineté politique des États sont la monnaie, le droit et l'armée.

On peut analyser la crise de la zone euro sous l'angle technique : il n'y a pas de budget, ni de coordination fiscale et sociale, mais il n'y a pas non plus un État fédéral qui prend les grandes options politiques. Aux États-Unis, on ne réunit pas les 50 gouverneurs pour prendre des options de politique économique. Il y a un Secrétaire d'État au Trésor et un seul.

Derrière le système de souveraineté de la zone euro, il n'y a pas un seul souverain politique, mais 19 ! C'est pourquoi la fédéralisation de la zone est une question clé. Il faudra bien à un moment donné arriver à n'avoir qu'un seul souverain politique, que ce soit par un vote de convergence ou autrement. Sinon, nous connaissons d'autres crises dans la zone euro.

Achevé d'imprimer en décembre 2017
sur les presses de Wagram Éditions
95870 Bezons

Imprimé en France

Wagram Éditions est titulaire de la marque Imprim'Vert