

LA FINANCE

AUX METTRE LA FINANCE AU SERVICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

CITOYENS



POSTFACE DE GAËL GIRAUD – TEXTE INTÉGRAL

RÉGULATION FINANCIÈRE : L'ESQUISSE D'UN CHEMIN RÉALISTE

Une antienne se fait entendre à intervalles réguliers, aussi bien dans les salons mondains des métropoles des deux côtés de l'Atlantique que dans les discussions de milieux sociaux défavorisés où l'on cherche du sens dans des existences morcelées et les moyens d'échapper au déclassement : le monde serait devenu trop compliqué ; les changements qui l'affectent, trop rapides ; l'incertitude, trop grande, pour que des décisions sensées puissent encore y être prises. Les politiques, en particulier, seraient désormais condamnés à suivre un mouvement réputé chaotique, qui les précède et les dépasse. Toute vision politique volontariste serait à bannir, l'horizon de sens de notre Humanité étant aujourd'hui réduit à une gestion de crise permanente, incapable de se projeter au-delà de quelques minutes, voire de quelques secondes, si l'on prend en compte l'impact démesuré du *trading* à haute fréquence (THF). Ce dernier ne brasse-t-il pas, aujourd'hui, la moitié au moins du volume des transactions financières en Occident et n'opère-t-il pas à la microseconde ?

La complexité n'est pas une fatalité

Or, l'exemple du *high frequency trading* (HFT) – une invention récente, moins de quinze ans, et que nous pourrions purement et simplement interdire – vient justement le rappeler à ceux qui l'auraient oublié : la complexité, l'accélération et l'incertitude qui frappent nos relations humaines sont essentiellement des constructions sociales. Ce que nous avons échafaudé, et qui alimente aujourd'hui une confusion bénéfique à un tout petit nombre aux dépens de sociétés entières¹, nous *pouvons* le déconstruire pour le reconstruire autrement. Ce rapport du Secours Catholique en est l'illustration exemplaire.

Nos économies sont devenues illisibles sous l'influence des marchés financiers, mais il ne tient qu'à nous de réformer les sources institutionnelles du « bruit » qui les rend indéchiffrables.

Autrement dit, la complexité de nos économies n'a pas grand-chose à voir avec celle, par exemple, des systèmes météorologiques. Ces derniers sont chaotiques (au sens où leur évolution, même déterministe, dépend de manière exponentielle, dans le temps, de la précision des conditions initiales du système), que nous le voulions ou non. Nos économies, en revanche, sont devenues illisibles, en grande partie sous l'influence des marchés financiers, mais il ne tient qu'à nous de réformer les sources institutionnelles du « bruit » qui les rend indéchiffrables.

Comme le rappelle à juste titre le présent rapport dans sa généalogie de la situation actuelle, une grande partie de ce phénomène de création artificielle d'une confusion mortelle pour toute décision collective – et donc pour la démocratie – a débuté autour de 1971, avec la décision unilatérale, par nos alliés d'outre-Atlantique, de mettre fin aux accords de Bretton-Woods (1944) et, en particulier, aux taux de change fixes. La « flexibilité » des relations entre devises a, dès lors, créé une extraordinaire source de volatilité dans la totalité des paramètres de nos économies, imposé une contrainte supplémentaire à nos

¹ Et même aux dépens des plus fortunés. C'est la leçon de l'admirable travail des épidémiologistes britanniques, Richard Wilkinson et Kate Pickett, *The Spirit Level, why Equality is better for Everyone*, Penguin, 2010.

politiques publiques et donné naissance à l'industrie des actifs financiers dérivés. Ces derniers, tout d'abord construits pour protéger les industriels contre le (nouveau) risque de change, ont ensuite étendu leur empire sur la courbe des taux (*yield curve*) des titres obligataires (publics et privés) à la faveur de la dérégulation boursière mise en œuvre dans les années 1980 (à droite comme à gauche), puis sur une faune extrêmement bigarrée d'actifs sous-jacents (depuis le risque météorologique jusqu'au crédit hypothécaire *subprime*, lequel connaît aujourd'hui une « résurrection » sur les marchés nord-américains, moins de dix ans après avoir provoqué la catastrophe de 2007-2009)².

Or, l'analyse économique la plus orthodoxe a démontré depuis cette même période que les marchés financiers dérégulés sont profondément inefficients, au sens où ils n'allouent presque jamais le capital et le risque de manière optimale³, et transmettent très mal l'information⁴. Leur développement ne pouvait qu'induire une opacité qui obère depuis lors toutes les décisions d'investissement, publiques comme privées. Rien d'étonnant si, depuis trente ans, l'Occident souffre d'un manque cruel d'investissements dans le long terme. En France, le dernier grand chantier d'avenir n'est autre que le TGV mis en place au début des années 1980... À cette extraordinaire machine à créer de la complexité et de l'incertitude et à raccourcir la temporalité de nos décisions s'est greffée, dans les années 1990, la privatisation des principales banques publiques (BNP, Société générale...) qui avaient jusqu'alors fort bien opéré au service de l'intérêt collectif⁵, et surtout la fusion de deux types d'activités bancaires : celles des banques de crédit et de dépôt d'un côté, celle des banques d'investissement de l'autre. Fusion qui a donné lieu à des groupes hybrides dont le bilan est parfois supérieur à celui de certains États, capables de prendre en otage le régulateur et la puissance publique au motif que la garantie publique accordée aux comptes de dépôt des citoyens oblige à tout faire pour éviter le risque de leur faillite bancaire⁶.

La fusion des activités bancaires a donné lieu à des groupes hybrides capables de prendre en otage le régulateur et la puissance publique.

Enfin, troisième acte de ce récit d'une fabrication de la confusion⁷, la révision des normes comptables internationales et du cadre prudentiel dans lequel évoluent les banques a abouti, en 2005 pour les premières, en 2004 (puis 2010) avec Bâle II (puis Bâle III), à un encadrement *procyclique* des dérapages bancaires. Au lieu de garde-fous et de freins, nous avons construit des normes qui *accélèrent* la dérive du secteur financier vers une spéculation, en grande partie déliée de toute relation avec l'économie réelle. Ainsi, le concept comptable de *fair value*⁸ oblige-t-il à valoriser les actifs bancaires à leur prix de marché instantané. Dans la mesure où ce prix de marché est lui-même constamment soumis à des bulles irrationnelles et autres « taches solaires »⁹, cela revient à introduire dans le bilan des banques elles-mêmes le découplage entre prix d'actifs financiers et économie réelle. Cela conduit aussi à prendre « pour argent comptant » les anticipations de profit – éventuellement profondément erronées, qu'on se rappelle le *krach dot-com* de 2001 – estimées par les marchés. À rebours de la plus élémentaire prudence et de la grande tradition comptable du XIX^e siècle qui veut qu'on enregistre une perte redoutée mais jamais un gain espéré¹⁰. Mieux encore, le Règlement bancaire européen (articles 153 et 154) exige le calcul du risque de crédit des banques *via* une pondération des

2 Sur la régulation des actifs financiers dérivés, cf. Gaël Giraud et Cécile Renouard, *Vingt propositions pour réformer le capitalisme*, Flammarion, 2009 (3^e édition, 2012), proposition 11.

3 John Geanakoplos et Heracles M. Polemarchakis, « Existence, Regularity and Constrained Suboptimality of Competitive Allocations when the Asset Market Is Incomplete », dans Walter P. Heller, Ross M. Starr et David A. Starrett (éd.), *Essays in Honor of Kenneth Arrow*, vol. 3, Cambridge University Press, 1986, pp. 65-95.

4 P. Siconolfi et Heracles M. Polemarchakis, « Asset Markets and the Information Revealed by Prices », *Economic Theory*, n° 3, 1993, pp. 645-661.

5 Le Crédit lyonnais étant évidemment l'exception la plus connue en France.

6 Car il est malheureusement clair que la plupart des États européens seraient incapables d'honorer la garantie publique des comptes de dépôt en cas de faillite d'une banque systémique. Ne fût-ce que pour la faillite d'un système bancaire aussi restreint que celui de Chypre, l'abandon de la garantie publique a été envisagé pendant quelques heures par la Commission européenne.

7 Le mathématicien Nicolas Bouleau, dans *Le mensonge de la finance. Les mathématiques, le signal-prix et la planète* (Éditions de l'Atelier, 2017), montre comment l'excès de volatilité sur les marchés financiers interdit aux prix qui s'y forment de transmettre la moindre information – à rebours de la vulgate qui voudrait que des prix de marché concurrentiels suffisent à transmettre toute l'information pertinente pour orienter nos économies. Or, il existe des bureaux entiers au sein des salles de marché dont la tâche est de faire gagner de l'argent à leur institution grâce à l'accroissement de la volatilité.

8 « Juste prix » qui fait discrètement allusion aux débats théologiques de l'École de Salamanque, au XVI^e siècle, dans un complet détournement du sens de ces débats. Ces derniers visaient en effet à substituer, à la manipulation des cours par les souverains, un prix négocié entre contractants, ce qui n'a rien à voir avec l'établissement d'un prix au moyen de transactions anonymes sur des marchés dérégulés, éventuellement gérées par des ordinateurs.

9 La métaphore de la « tache solaire » désigne une variation des cours financiers sans lien avec celle des caractéristiques de l'économie non-financière. L'analyse la plus favorable à l'idéologie de marché a montré depuis plus de vingt ans qu'aucun marché financier n'est immunisé contre de tels phénomènes : Yves Balasko, David Cass et Karl Shell, « Market participation and sunspot equilibrium », *Rev Econ Studies*, n° 62, 1995, pp. 491-512. Le *trading* à haute fréquence (THF) crée typiquement des taches solaires.

10 Cf. G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*, proposition 14.

risques dépourvue de sens puisqu'elle néglige les corrélations entre risques¹¹ et induit des pondérations qui deviennent négatives lorsque le non-remboursement des prêts devient presque certain¹². D'où la prudence du régulateur européen, qui juge bon de préciser : « *L'utilisation de la corrélation visée au présent paragraphe est limitée aux portefeuilles affichant une faible volatilité des taux de perte par rapport au niveau moyen de ces taux, notamment dans les fourchettes basses de la probabilité de défaut.* » Or, justement, une mesure intelligente du risque est décisive dans les fourchettes hautes de la probabilité de défaut, c'est-à-dire là où se trouve le risque... Quant au risque de marché, il est aujourd'hui encore appréhendé, avec la bénédiction du régulateur, via une mesure nommée *Value at Risk*¹³ (VaR), qui est à la fois incohérente¹⁴ et construite sur une grave sous-estimation systématique du risque dissimulé dans les queues de distribution du risque – le monde en a pris conscience, à ses dépens, à l'occasion du *krach* de 2008.

Quant aux fameux tests de résistance aux risques extrêmes (*stress tests*) de la Banque centrale européenne (BCE), censés mettre à l'épreuve la robustesse des banques de la zone Euro, ils n'ont rien à envier à la VaR (dont dépend d'ailleurs leur interprétation) dans l'absence de rigueur. Loin des tests de résistance des matériaux où l'on augmente l'intensité des chocs subis jusqu'au point de rupture (l'information pertinente étant : jusqu'à quelle intensité le matériau résiste-t-il ?), l'institution de Francfort se contente de choisir *un* niveau de choc et d'identifier les banques qui, à ce niveau, résistent ou non – on devine, dès lors, l'enjeu politique majeur du choix de ce niveau. Cela ne dit évidemment rien de la capacité des banques réputées « résistantes » (à ce niveau) à survivre à un choc même légèrement plus sévère. D'autant que le niveau de choc choisi par la BCE, jusqu'à présent, a tourné en général autour de 1 % à 3 % de pertes d'actifs alors qu'en 2008, certaines banques européennes ont perdu jusqu'à 11 % de la valeur de leurs actifs.

Pourtant, il n'y a aucune fatalité dans la mise en œuvre de ces calculs faussement rassurants (et donc dangereux) : en janvier 2001, le Comité de Bâle en charge de la rédaction du cadre prudentiel qui porte son nom avait proposé un formalisme d'appréhension du risque bien plus réaliste. L'intensité du *lobbying* bancaire l'a « contraint », en juillet 2003, à se rabattre sur ces formules dépourvues de sens aussi bien dans le cadre prudentiel de Bâle II que, plus tard, dans sa version rénovée de Bâle III.

Par où commencer ? La séparation bancaire

Ainsi que le déclarait récemment le président de la République, Emmanuel Macron : « *Nous avons ensemble redéfini la gouvernance mondiale de la régulation financière, essentiellement après la crise vécue il y a dix ans. Pour autant, nous n'avons pas réglé le cœur des problèmes qui nous avaient conduits à cette crise. La plupart des excès du capitalisme qui avaient conduit à la crise de 2008-2010 sont encore là et*

**Compte tenu de l'inefficience
des marchés financiers, la preuve
de l'utilité sociale des banques
de marché n'est pas faite
aujourd'hui.**

nous nous sommes endormis sur cette régulation. »¹⁵ Si l'on comprend que la difficulté de la tâche n'est pas insurmontable et qu'il est possible de dissiper une confusion que nous avons créée nous-mêmes, « *nous avons donc à reprendre le combat pour la régulation financière.* » C'est ce à quoi s'attelle ce rapport en énumérant une liste ordonnée de réformes réalistes.

Par où commencer ? Cette question revient souvent. Le rapport, à juste titre, propose de démarrer par la séparation des activités bancaires de marché de celles qui ont trait aux dépôts et aux crédits¹⁶. Mesure décisive car elle sécurise l'épargne des citoyens et permet de limiter considérablement le pouvoir de capture du régulateur dont bénéficient les grands groupes mixtes systémiques « *too big to fail* ». Sans elle, aucune autre réforme d'envergure ne pourra vraisemblablement voir le jour, compte tenu de la fragilité du

11 Le lexique des « corrélations » qu'utilise le règlement européen ne renvoie pas à des corrélations au sens mathématique du terme.

12 Cf. Michel Crinetz, « Supprimons l'obligation réglementaire de mesurer les risques financiers, mesures sans valeur, faussement rassurantes et dangereuses », blog *Alternatives économiques*, 25 mai 2018, consultable sur <https://blogs.alternatives-economiques.fr/michel-crinetz>

13 Il s'agit du montant de la perte qui risque d'être dépassée pendant une certaine période avec un certain intervalle de confiance. Mais la VaR ne dit pas de combien ce seuil pourrait être dépassé. Or, quand la survie d'un établissement est en jeu, cette information manquante est vitale.

14 Philippe Artzner, Freddy Delbean, Jean-Marc Eber et David Heath, « Coherent Measures of Risk », *Mathematical Finance*, n° 9 (3), 1999, pp. 203-228.

15 Discours lors de la Conférence sur la finance durable, Bruxelles, 22 mars 2018. <http://www.elysee.fr/declarations/article/transcription-discours-du-president-de-la-republique-a-la-conference-sur-la-finance-durable-bruxelles/> (consulté le 5 juin 2018).

16 G. Giraud, « Le projet de loi de séparation bancaire français est-il suffisant ? », *Revue Banque*, n° 758, 2013.

secteur bancaire, lequel continuera d'arguer que toute modification du cadre réglementaire défavorable à sa rentabilité de court terme pourrait conduire à le fragiliser davantage encore. Cette posture conduit inévitablement au conservatisme d'un *statu quo* qui, comme le rappelait le président de la République, n'a permis de régler aucun des problèmes de fond qui ont conduit au plus grand *krach* financier de l'histoire, en 2007-2009. Une fois la séparation obtenue, sous une forme ou une autre, il sera loisible aux banques de marché de faire faillite toutes les fois qu'elles se trompent gravement dans leurs stratégies : n'est-ce pas la « loi du marché » ? Ou encore la vertu de la destruction créatrice schumpétérienne, tant de fois vantée ? Compte tenu de l'inefficacité des marchés financiers, la preuve de l'utilité sociale des banques de marché n'est pas faite aujourd'hui. Certes, les ingénieurs qui y travaillent contribuent à l'*origination* (pour reprendre le jargon anglicisé de la tribu) de nouveaux produits financiers censés fournir de la protection à leurs acheteurs, comme j'y ai moi-même contribué au début des années 2000. Mais, j'ai tenté de le suggérer d'entrée de jeu, il est bien plus efficace de supprimer la source du risque plutôt que de se couvrir contre un risque qui, une fois créé, nous échappe en grande partie. En outre, le fait qu'un actif financier fournisse une couverture à un client ne signifie pas qu'il favorise une meilleure allocation globale du risque, au contraire. On sait que certains équilibres concurrentiels, après création additionnelle d'actifs de couverture du risque, sont encore plus inefficaces qu'avant ladite création¹⁷. Pourquoi ? Parce que la création d'un instrument de couverture ne fait pas disparaître le risque : il le distribue sur les épaules d'autres investisseurs, et rien ne garantit que cette redistribution soit efficace¹⁸.

Il est bien plus efficace de supprimer la source d'un risque plutôt que de se couvrir contre ce risque qui, une fois créé, nous échappe en grande partie.

Bien entendu, la faillite possible de grandes banques de marché poserait, à son tour, de redoutables difficultés. L'exposition d'une banque comme BNP-Paribas *via* ses actifs financiers dérivés sur les marchés internationaux est supérieure à plusieurs dizaines de fois le PIB français. La faillite du département de marché d'une telle banque, quand bien même les dépôts des citoyens français auraient été sécurisés, mettrait probablement en difficulté l'ensemble de la sphère financière occidentale, au même titre que celle de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008. Elle pourrait engendrer, en particulier, la fragilisation des chambres de compensation (*clearing houses*¹⁹) qui centralisent les transactions financières internationales. Ces « chambres » ont elles-mêmes été mises en concurrence par la Commission européenne à l'issue de la directive Mifid 1²⁰. De sorte que la plupart d'entre elles ont réduit les appels de marge (*margin calls*) qu'elles prélèvent sur les transactions qu'elles enregistrent ainsi que les contributions des participants aux fonds de gestion de défaut, au moyen desquels elles sont supposées pouvoir faire face au défaut de l'une des contreparties. De telles réductions, contraires à la mission même des chambres (qui est de sécuriser les transactions qui passent par elles), n'en sont pas moins logiques : elles permettent à chaque chambre de devenir plus « compétitive ». Mais elles mettent en risque les chambres de compensation elles-mêmes, dont le nombre s'est multiplié grâce aux vertus de la « concurrence », accroissant la fragmentation des transactions, et donc les risques. La faillite d'une chambre de compensation aurait des conséquences incalculables sur l'ensemble de la sphère financière mondiale. C'est la raison pour laquelle la question de la régulation des chambres de compensation doit aussi être abordée, concomitamment à celle du secteur bancaire comme tel. J'y reviendrai dans un instant.

17 Ronel Elul, « Welfare Effects of Financial Innovation in Incomplete Markets Economies with Several Consumption Goods », *Journal of Economic Theory*, n° 65/1, 1995, pp. 43-78.

18 C'est le cas notamment des dérivés sur les matières premières, responsables de variations du cours des matières agricoles (mais aussi du pétrole) capables de plonger des millions de personnes dans la famine, en quelques jours. Les marchés de ces actifs nécessitent aussi un encadrement drastique, cf. G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*, proposition 9.

19 Certaines d'entre elles sont bien connues du grand public français : Clearstream, Euroclear...

20 Directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF), en anglais *Markets in Financial Instruments Directive* (Mifid).

Qui a le droit de créer de la monnaie ?

Quoi qu'il en soit, le rapport suggère même d'aller plus loin que la séparation bancaire, et il a raison : il propose de dépasser les préconisations du rapport Liikanen de 2012²¹ en interdisant l'accès au refinancement de la banque centrale aux institutions financières qui continueraient de pratiquer des activités de marché. Cela reviendrait à leur interdire le statut bancaire. Pareille réforme est fondamentale car, contrairement à une idée hélas trop répandue, il y a un monde entre une banque et une institution financière non-bancaire (comme un fonds spéculatif ou une caisse de dépôts). Ce qui les sépare, c'est le pouvoir de créer de la monnaie *ex nihilo*, pouvoir autrefois réservé au Prince, et qui est délégué (avec l'accord de l'État et, aujourd'hui, de la Commission européenne) à des établissements considérés, pour cette raison même, comme des banques²². On ne soulignera jamais assez ce point central, régulièrement démenti par certains économistes ignorants du fonctionnement d'une banque. La Banque centrale européenne (BCE) n'est pas la seule à disposer du pouvoir de frapper monnaie : toutes les banques privées en disposent également. Et comme l'exprimait déjà avec force l'encyclique *Quadragesimo Anno* du pape Pie XI en 1931, ce pouvoir est analogue à celui du cœur qui propulse et pompe le sang sans lequel l'organisme humain ne peut vivre. La dualité systole – diastole reflète celle du secteur bancaire qui crée de la monnaie toutes les fois qu'il accorde un crédit nouveau et qui en détruit toutes les fois qu'une dette est remboursée. Or, écrivait le pape deux ans après le *krach* de 1929, ce pouvoir peut devenir une « dictature » s'il n'est pas encadré.

**Le pouvoir de créer, délégué
aux banques privées, peut devenir
une « dictature »
s'il n'est pas encadré.**

Retirer le statut bancaire aux établissements qui pratiquent des activités de marché, c'est leur ôter le pouvoir d'injecter de la monnaie dans les marchés financiers en vue d'opérations dont l'utilité sociale, on l'a dit, reste à démontrer. C'est réserver ce pouvoir aux activités en lien avec l'économie non financière. Les activités de marché disparaîtraient-elles pour autant ? Non, bien sûr, elles seraient accomplies par le *shadow banking*, le « secteur bancaire de l'ombre », qui a connu un essor considérable depuis 2009 et dont le président de la République a souligné l'importance de la régulation : « Nous avons donc à reprendre le combat pour la régulation financière, mais à le reprendre en regardant où sont les véritables excès qui sont beaucoup plus du côté du *shadow banking* et de la régulation d'investisseurs aujourd'hui non contrôlés, et le mettre en conformité avec nos objectifs » (*loc. cit.*). Autrement dit, la réforme proposée par le rapport n'aura de sens qu'à la condition évidente d'être accompagnée d'une réglementation stricte du secteur financier non bancaire. Sans quoi ôter le statut bancaire aux départements qui abritent aujourd'hui les quelques milliers de *traders* qui agissent sur la planète reviendrait à les libérer définitivement de toute contrainte.

Certes, diront certains, mais s'ils ne disposent plus du pouvoir que confère la planche à billets, leur capacité de nuisance, induite par l'inefficacité générique des marchés évoquée *supra*, en sera réduite d'autant, non ? Malheureusement, non, car la plupart des institutions financières qui peuplent aujourd'hui la finance de l'ombre conservent un lien étroit avec des banques qui, pour beaucoup d'entre elles, ont directement contribué à la naissance du *shadow banking*²³. Une banque, en effet, détient le pouvoir de frapper monnaie mais pas pour elle-même – raison pour laquelle même les banques peuvent faire faillite lorsqu'elles sont à cours de liquidité. Il lui faut donc qu'une demande de monnaie venue d'un tiers s'adresse à elle pour qu'elle puisse exercer son activité. Quoi de plus simple, dès lors, que de construire soi-même l'objet institutionnel (« véhicule spécial », fonds spéculatifs, fonds de *private equity*...) juridiquement distinct qui, parce qu'il échappe à la réglementation bancaire, aura davantage de marges de manœuvre pour opérer sur les marchés et adressera une demande de crédit à sa banque d'origine ? Que celle-ci honorera volontiers, moyennant une copieuse commission. Ce lien consubstantiel entre les deux secteurs financiers est l'une des raisons pour lesquelles le secteur de l'ombre, exclusivement constitué d'entités non bancaires, s'appelle néanmoins *shadow banking*. Il prospère essentiellement à l'ombre des grands groupes bancaires dont il n'est que l'excroissance plus ou moins (in)visible. L'importance de sa régulation et de sa supervision, à part égale avec celle du secteur « éclairé » de la banque, devient alors évidente (c'est le sens de la première partie de la proposition A3 et de la proposition A4 du présent rapport).

21 Gaël Giraud et Laurence Scialom, « Pour une réforme bancaire plus ambitieuse : Vous avez dit Liikanen ? Chiche ! », Terra Nova, 28 février 2013.

22 G. Giraud, « Création monétaire », dans Dominique Bourg (dir.), *Dictionnaire de l'écologie*, PUF, 2015.

23 Sur la régulation du *shadow banking*, cf. G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*, proposition 10.

Peut-être comprend-on également pourquoi il est important que le secteur « éclairé » ne puisse plus alimenter son ombre portée grâce à son propre pouvoir d'octroyer des crédits (seconde partie de la proposition A3) ? Couper l'alimentation du secteur de l'ombre par la création monétaire, c'est, pour la puissance publique, reprendre en partie la main sur l'usage légitime de la planche à billets, lequel doit rester ordonné au service de l'économie réelle. Cela ne disqualifie pas pour autant les activités spéculatives comme telles, et c'est en ce sens que la proposition A3 du Secours Catholique reste équilibrée : libre aux épargnants de placer leur épargne dans des jeux boursiers. Mais ils n'auront plus le droit de s'adonner à ce type de jeu en faisant gonfler dangereusement la masse monétaire en circulation, comme c'est le cas depuis plusieurs dizaines d'années.

Le shadow banking prospère essentiellement à l'ombre des grands groupes bancaires dont il n'est que l'excroissance plus ou moins (in)visible.

En tout état de cause, il importe, je crois, de mettre l'accent sur le calendrier implicite proposé par le rapport. Séparer les banques peut se faire demain matin, à l'échelon national. En France, il suffirait, par exemple, de modifier un seul paragraphe de la loi Moscovici-Berger de 2013. Ôter le statut bancaire aux activités de marché est une affaire de plus long terme qui engage les institutions européennes, puisque c'est désormais à leur niveau que se décide l'attribution de la licence bancaire.

Les ratios prudentiels

La deuxième proposition (A2) du rapport consiste à exiger du ratio entre fonds propres et total de bilan bancaire qu'il soit au moins égal à 20 % – le niveau moyen qui était le sien au début du XX^e siècle et en dessous duquel il n'a commencé à descendre significativement qu'à la fin des Trente Glorieuses. Ce ratio tourne aujourd'hui autour de 3 % pour la plupart des banques, qui sont par conséquent dangereusement sous-capitalisées – les équipes de Christiane Lagarde, au Fonds monétaire international (FMI), nous ont régulièrement avertis à ce sujet. La proposition de cette réforme n'est pas nouvelle²⁴. Il va sans dire, au vu de ce qui précède, qu'elle doit s'accompagner de l'imposition d'un ratio de levier équivalent pour le secteur bancaire de l'ombre – ce n'est pas autre chose que la proposition A3 du rapport.

Certes, on a pu argumenter qu'au sein de la zone Euro, une telle recapitalisation contrainte des banques serait devenue superflue dans la mesure où l'Union bancaire européenne est supposée protéger le contribuable contre les faillites bancaires. Or, il n'en est rien. Dans un rapport que j'ai rendu au Parlement européen en 2015²⁵, la démonstration est faite que l'Union bancaire ne suffira pas à épargner les contribuables européens des conséquences d'une nouvelle tourmente financière de même ampleur que celle de 2008²⁶. Le Fonds de résolution bancaire – alimenté par les banques et où le superviseur est censé puiser de quoi voler au secours d'une banque en cas de risque de défaut – sera doté de 55 milliards d'euros en 2023. C'est évidemment trop peu et trop tard. La déroute de Monte dei Paschi di Siena, la plus ancienne banque du monde et troisième banque d'Italie par la taille, en décembre 2016, est exemplaire à cet égard. Aucune des institutions européennes supposées voler au secours d'un établissement bancaire en danger n'a apporté le moindre centime en faveur de la banque de Sienne. L'ensemble de la facture de sa nationalisation incombera donc au contribuable italien.

L'Union bancaire européenne ne suffira pas à épargner les contribuables des conséquences d'une nouvelle tourmente financière de même ampleur que celle de 2008

En outre, on aura compris de ce qui précède que le secteur bancaire n'est pas le seul à devoir être recapitalisé en urgence : les chambres de compensation le sont également. Ce qui exigerait d'augmenter les appels de marge associés à chaque transaction financière. Ce point, absent du rapport, mérite à mon avis de remonter dans l'ordre des priorités du calendrier de réformes proposées dans les pages qui précèdent. La raison essentielle pour laquelle, le plus souvent, les acteurs concernés s'opposent à ce type de réforme tient à l'illusion qu'elle nuirait à l'efficacité desdites transactions. Pourquoi, demandera-t-on, freiner une machine qui fonctionne si bien ? On l'a dit, la vérité est tout autre : la main invisible des marchés financiers est invisible parce qu'elle

24 G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*

25 Gaël Giraud et Thore Kockerols, *Making the European Banking Union Macro-economically Resilient*, Report for the European Parliament, juin 2015, consultable sur [www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_STU\(2015\)558771](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=EPRS_STU(2015)558771)

26 G. Giraud, « L'Union bancaire permettra-t-elle d'éviter une faillite bancaire ? », *Revue Banque*, n° 765, 2013.

n'existe pas²⁷. Freiner la vitesse à laquelle s'effectuent les transactions qui y prennent place, rendre celles-ci légèrement plus coûteuses est d'abord un moyen de récupérer des marges financières pour sécuriser ces transactions et mettre fin à la socialisation des pertes qui, jusqu'à présent, a prévalu dans quasiment tous les sauvetages financiers. C'est aussi un moyen de ralentir le rythme de gonflement des bulles et des taches solaires. La taxe dite Tobin joue très exactement le même rôle, raison pour laquelle elle est préconisée par ce rapport (A5).

On s'étonnera peut-être : est-ce bien le rôle du Secours Catholique que de reprendre à son compte une recommandation comme la taxe Tobin, d'ordinaire associée à des activistes de la société civile ? La déclaration d'octobre 2011 du Conseil pontifical « Justice et Paix »²⁸ ainsi que l'exhortation *Œconomicae et pecuniariae quaestiones*²⁹ demandent également la mise en place d'une taxe sur les transactions financières, analogue à celle que recommandait déjà James Tobin, il y a plus de quarante ans, pour les transactions sur les marchés des changes.

Mais revenons aux chambres de compensation. Leur propre fragilité sera certainement invoquée pour justifier la promotion de transactions de gré à gré (*over the counter*, OTC), c'est-à-dire qui, justement, font l'économie d'un enregistrement par une chambre de *clearing*. Ce serait certainement la mauvaise réponse car les autorités publiques ne disposent d'aucune information centralisée au sujet des transactions de gré à gré. La propagation des risques, au lieu de se faire *via* une plate-forme centralisée, aurait lieu à l'insu de presque tous, dans la plus complète opacité et sans que quiconque ne soit en mesure d'en appréhender la portée systémique. Une partie des tergiversations qui ont accompagné la réduction de la dette souveraine grecque, finalement acquise en janvier 2012, étaient dues à l'ignorance dans laquelle se trouvaient les autorités publiques de la localisation des tristement célèbres *credit default swaps* (CDS) sur la dette grecque. De ce point de vue, la directive européenne EMIR (European Market and Infrastructure Regulation, entrée partiellement et progressivement en vigueur à partir de 2012), en obligeant à la centralisation d'un certain nombre d'actifs dérivés qui, jusqu'alors, étaient traités en gré à gré, va dans le bon sens. Ce mouvement doit être étendu à l'ensemble des actifs dérivés. Tout recul à ce sujet serait une faute morale aux dépens de la transparence et de la stabilisation du système financier.

Renchérir le carbone

Toutefois, réviser les ratios prudentiels des institutions financières et des chambres de compensation fournit un levier non seulement pour stabiliser la planète financière mais aussi pour la réorienter vers l'économie réelle et, en particulier, vers le défi le plus important auquel l'Humanité tout entière doit désormais faire face : celui des dérèglements climatiques et des effondrements de la biodiversité. Emmanuel Macron le dit avec précision : « *Et comme les risques climatiques sont une menace majeure pour la soutenabilité de l'économie mondiale et donc la stabilité financière, il faut faire en sorte que le dispositif de régulation prudentielle prenne pleinement en compte les risques climatiques et soit cohérent avec notre ambition pour la transition écologique* » (*loc. cit.*). À ce sujet, le présent rapport suggère à juste titre (B3) l'emploi de pondérations dans les exigences en capital associées à un crédit en fonction de la « couleur » de ce dernier : s'il est « vert » (c'est-à-dire associé à des investissements favorables à la transition écologique), l'exigence en fonds propres sera plutôt minorée de manière à rendre le crédit moins « gourmand » pour la banque. Inversement, s'il est « brun », le coût en capital sera majoré.

Réviser les ratios prudentiels des institutions financières et des chambres de compensation fournit un levier pour relever le défi des dérèglements climatiques et des effondrements de la biodiversité

27 Cf. G. Giraud, *Illusion financière*, Éditions de l'Atelier, 2013.

28 « Towards reforming the international financial and monetary systems in the context of a global public authority », 24 octobre 2011, consultable sur www.vatican.va/roman_curia/pontifical_councils/justpeace/documents/rc_pc_justpeace_doc_20111024_nota_en.html ; voir aussi *Justice in the Global Economy : Building Sustainable and Inclusive Communities, Promotio Iustitiae*, 2016 ; G. Giraud, « La Finance est-elle éthique ? », dans *Conférences de carême à Notre-Dame de Paris*, Parole et Silence, 2012 ; « La Iglesia frente a las derivas del capitalismo », *Revista de Fomento Social*, 339, 2014, n° 275 (69).

29 Publiée conjointement le 6 janvier 2018 par la Congrégation pour la Doctrine de la foi et la dicastère pour le Service du développement intégral, consultable sur www.vatican.va/roman_curia/congregations/cfaith/documents/rc_con_cfaith_doc_20180106_oeconomicae-et-pecuniariae_fr.html

Il est décisif que la mise en place d'un *bonus* vert (accueilli avec enthousiasme par le secteur bancaire) soit accompagnée d'un *malus* brun (rejeté par une partie des banques françaises) car l'enjeu de la réduction des émissions de gaz à effet de serre n'est pas seulement de décélérer l'augmentation de nos émissions mais de réduire, purement et simplement, nos émissions actuelles et de viser la neutralité carbone au niveau mondial en 2050. En France, en 2017, les émissions ont augmenté de 3,2 % (contre une augmentation moyenne de 1,8 % en Europe et une diminution de 0,2 % en Allemagne). C'est peu dire que le pays hôte de la COP21 ne prend pas le bon chemin...

Cette mesure, lorsqu'elle verra le jour, n'aura de sens que si, entretemps, nous nous sommes donné des moyens sérieux de vérifier si un projet est « vert ». Car la tentation est forte, à ce sujet, de repeindre en vert des investissements qui auraient vu le jour, avec ou sans changement climatique. Ce manque d'« additionalité » des projets réputés « verts » rend problématique une partie des émissions obligatoires

La tentation est forte de repeindre en vert des investissements qui auraient vu le jour, avec ou sans changement climatique.

« vertes » dont le volume a cru considérablement au cours des dernières années. Un minimum de rigueur dans le domaine exige la mise en place, disons, d'un commissariat international d'experts indépendants, habilités à juger de l'éligibilité d'un projet au qualificatif de « vert », exactement comme dans le domaine médical où un laboratoire pharmaceutique doit recevoir l'agrément des autorités compétentes avant de

délivrer un médicament sur le marché³⁰. L'élaboration de critères permettant de juger si tel ou tel projet est vert est certes complexe. Beaucoup de grands groupes industriels, aujourd'hui, analysent leur propre portefeuille d'investissement à la lumière du scénario d'accroissement de la température de 2°C, publié par l'Agence internationale de l'énergie (AIE), lequel fournit une feuille de route désagrégée, secteur par secteur, des efforts à fournir pour respecter l'Accord de Paris. Hélas, beaucoup savent que ce scénario lui-même n'est pas crédible : il repose sur des hypothèses bien trop optimistes quant à la généralisation de techniques de capture et de stockage de carbone dans la seconde moitié du siècle. Si la principale boussole dont nous disposons n'est pas fiable, comment nous orienter ? C'est bien la raison pour laquelle ces questions épineuses doivent être traitées par un corps indépendant de professionnels, d'ingénieurs et de chercheurs à qui la tâche sera confiée de proposer la boussole la plus raisonnable possible.

En outre, l'imposition d'un *bonus-malus* vert s'inscrit dans un ensemble de propositions actuellement discutées et qui visent toutes à renchérir le carbone, de manière à hâter la transition vers des énergies renouvelables. La mise en place d'une tarification carbone à l'échelon international³¹ est l'une d'elles, reprise à son compte par le présent rapport (B4). Insistons, à ce sujet, sur le fait que la commission Stern-Stiglitz, dont s'inspire ce rapport, a elle-même préconisé non pas *un* prix du carbone, mais un corridor de tarifications induites, de manière privilégiée, par une taxe. En effet, une taxe a l'avantage sur un prix qui émergerait, par exemple, d'un marché des droits à polluer de fournir des recettes budgétaires aux États (qui en manquent cruellement). Pour être efficace, elle suppose bien sûr que son assiette soit suffisamment large pour couvrir effectivement l'ensemble des activités économiques émettrices – un sujet souvent omis dans les débats, qui se focalisent trop exclusivement sur le montant de la taxe. Pourquoi un corridor ? Parce qu'il n'y a aucune raison de penser que le signal-prix pertinent qui permettra de faire basculer l'ensemble du secteur électrique du Kerala soit le même que celui qui assurera une fonction analogue en Bavière ou en Californie. Qu'on me permette d'ajouter une remarque sur les niveaux de taxe envisagés : 40-80 \$ par tonne en 2020, 50-100 \$ en 2030. Ces corridors sont le résultat d'un compromis. Les simulations macro-économiques que nous avons réalisées à l'Agence française de développement (AFD) avec le modèle Gemmes, et qui ont alimenté les travaux de la commission Stern-Stiglitz (dont j'ai fait partie), suggèrent qu'il faut des niveaux bien plus élevés dès 2030 (de l'ordre de 250 \$ la tonne de carbone) si nous voulons conserver quelque chance de ne pas trop nous éloigner d'une augmentation de la température moyenne de 2°C à la fin du siècle.

Dernière remarque à ce sujet : le rapport Stern-Stiglitz souligne qu'une tarification carbone, même élevée, ne sera jamais suffisante pour éviter la catastrophe climatique qui menace. Il faudra bien en passer par la norme et le droit : l'interdiction pure et simple des centrales à charbon, puis de toutes les énergies fossiles, par exemple. La valorisation des actifs financiers dont l'utilité économique dépend de ces hydrocarbures

30 Plus généralement, il convient d'envisager un contrôle et une notation indépendants, financiers et extra-financiers de l'activité des entreprises, financières ou non, cf. G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*, proposition 3.

31 G. Giraud, « Taxe carbone, un impératif pour éviter le désastre », *Revue Banque*, n° 27, septembre 2017.

(à commencer par les actions des compagnies pétrolières qui ne diversifient pas suffisamment leurs activités) est donc une autre bulle. Une de plus, dont l'explosion provoquera des dégâts financiers colossaux si, entretemps, nous n'avons pas pris le soin de protéger les autres actifs de nos économies réelles.

Diriger le crédit

L'idée de moduler les exigences en capital en fonction de la couleur du crédit accordé a la vertu de rompre avec l'idée selon laquelle les ratios de solvabilité bancaire seraient gravés à jamais dans le marbre (ou bien condamnés à baisser pour motif de compétitivité). L'analyse économique suggère une autre piste de réforme³² trop peu discutée aujourd'hui : celle qui consiste à moduler le niveau d'exigence en capital de manière contracyclique. L'expérience montre, en effet, que le crédit suit lui-même un cycle : une période euphorique d'emballement (le gonflement de la bulle), suivi tôt ou tard par un retournement du marché lié au fait que les revenus issus de l'économie réelle des investisseurs qui se sont endettés pour profiter de la hausse des cours n'augmentent pas à la même vitesse que lesdits cours. Les investisseurs sont donc contraints de vendre leurs actifs financiers pour rembourser leurs dettes, ce qui finit par induire une baisse des cours, laquelle est suivie, de temps en temps, par un effondrement lorsque la baisse initiale parvient à provoquer la panique du reste des investisseurs surendettés. Avec une crise financière tous les cinq ans en moyenne, depuis le début de l'expérience de déréglementation financière dans les années 1980, ce scénario (décrit avec une acuité particulière par Hyman Minsky) est désormais malheureusement bien rodé. Une manière de lutter contre cette répétition mortifère consiste à augmenter les exigences en capital lors de la période de gonflement de la bulle et à les réduire lors de son éclatement. Comment identifier qu'une bulle est en train de gonfler ? Plusieurs indices permettent de renseigner le phénomène assez fidèlement : l'indice de Shiller, le ratio des dettes privées sur le PIB, le *spread* entre actions et obligations...

Le rapport propose une autre voie, complémentaire de celle qu'on vient d'esquisser. Elle consiste à moduler les réserves obligatoires auxquelles les banques sont soumises (B1). À ma connaissance, la Banque centrale de Pékin est la seule grande banque centrale à utiliser cet outil pour réguler le marché du crédit : durant la phase haussière du cycle, elle augmente le ratio de réserves ; si les cours menacent de s'effondrer, elle le diminue. Bien sûr, cette proposition renvoie à une autre, encore bien plus radicale, qui consiste à relever le taux de réserves obligatoires à 100 %. C'était déjà la proposition de Maurice Allais, d'Irving Fisher et du jeune Milton Friedman, connue sous le nom de « Plan de Chicago » dans les années trente³³. Elle revient à retirer aux banques de second rang tout pouvoir de création monétaire pour le réserver exclusivement à la banque

L'indépendance de la politique monétaire vis-à-vis des politiques budgétaires n'aurait de sens que si la monnaie était neutre. Toutes les études empiriques montrent que la monnaie n'est jamais neutre.

centrale. Proposition qui est aujourd'hui envisagée sérieusement, par lord Adair Turner notamment. J'ai évoqué ailleurs les avantages et les limites d'une telle préconisation³⁴. En zone Euro, elle n'aurait de sens qu'à la condition de mettre fin au mythe de l'indépendance de la banque centrale. Ce dernier trouve son origine historique dans la méfiance des Alliés à l'égard de la classe politique allemande (responsable de deux guerres mondiales) et l'imposition d'une banque centrale indépendante de Berlin (sous la République de Weimar) comme de Bonn (sous la République fédérale d'Allemagne de l'Ouest). Le fondement historique de cette fa-

meuse « indépendance » est donc profondément antidémocratique. Quant à une justification analytique, je n'en connais pas³⁵. L'indépendance de la politique monétaire vis-à-vis des politiques budgétaires n'aurait de sens que si la monnaie était neutre (c'est-à-dire si elle n'avait aucun impact sur les variables macro-économiques autres que l'inflation). Or, toutes les études empiriques montrent que la monnaie n'est jamais neutre.

C'est pourquoi, il est parfaitement légitime d'exiger que la banque centrale finance elle-même, en concertation avec les gouvernements responsables, des politiques budgétaires (D1). En vérité, la BCE le fait déjà en partie, sans le dire, à travers le rachat de dette publique sur le marché secondaire européen mais en imposant

32 G. Giraud, « Le cycle du levier », dans Christian de Boissieu, François-Gilles Le Theule et Paulo Bailo (dir.), *Comment la régulation financière peut-elle sortir l'Europe de la crise ?*, Éditions ENA, collection « Professionnels de l'Europe », 2015.

33 G. Giraud, « Rendre le monopole de la création monétaire aux banques centrales ? », *Revue Banque*, n° 752, 2012.

34 Adair Turner, *Reprenre le contrôle de la dette. Pour une réforme radicale du système financier*, Éditions de l'Atelier, 2017, préface de Gaël Giraud.

35 À ce sujet et, plus généralement, pour ce qui concerne les réformes du statut de la BCE, cf. G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*, proposition 19.

aux gouvernements des conditions de politique budgétaire qui ne sont pas discutées démocratiquement, voire qui s'imposent contre l'avis du vote citoyen. Il serait nettement préférable d'inscrire dans le débat public les politiques budgétaires que nous voulons financer par la planche à billets, sachant que, contrairement à un autre mythe tenace, la création monétaire n'est pas *ipso facto* inflationniste. Le niveau général des prix n'est rien d'autre que le ratio entre la quantité de monnaie en circulation et le volume des transactions marchandes qui prennent place dans l'économie non financière. Ce ratio n'augmente significativement que si l'on crée de la monnaie pour des investissements qui ne créent pas de valeur ajoutée (par exemple, sur les marchés financiers ou immobiliers). Qui peut démontrer que les investissements verts liés à la transition écologique ne créeront pas de valeur économique ?

Reste qu'imposer un ratio de réserve obligatoire de 100 % en zone Euro exigerait de construire le pilier politique qui fait défaut aux institutions communautaires. Car, s'il faut mettre fin à l'indépendance de la BCE (dont la politique monétaire, en vérité, ne peut pas être détachée des politiques budgétaires mises en œuvre par les gouvernements), à quelle entité politique démocratique peut-on la soumettre ?

Quoi qu'il en soit, la conjugaison des propositions B1 et B3 du présent rapport invite à avancer dans la direction d'un « crédit dirigé », au sens où l'on entendait cette expression, en France, jusqu'à la fin des années soixante. C'est explicitement ce que préconise la proposition B2 en suggérant d'augmenter la pondération en risque de solvabilité du crédit immobilier – en vue de lutter contre l'autre fléau de la spéculation, après celle des marchés financiers, à savoir celle des marchés hypothécaires, principale responsable du creusement des inégalités, de la ségrégation sociale et de la métropolisation de nos territoires. À ceci, on entend souvent répliquer qu'une direction du crédit violerait les sacro-saintes « lois de la concurrence ». C'est l'argument le plus souvent invoqué par la Commission européenne pour entraver toute tentative de financement public volontariste de la transition énergétique. C'est celui qui motive le refus par la BCE de procéder, par exemple, au rachat privilégié de titres de créance verts (une autre manière de faciliter le crédit vert, en évacuant des bilans bancaires le risque associé pour le faire porter par l'institution de Francfort). À ceci, deux réponses s'imposent :

1. La question écologique n'est pas un problème sectoriel parmi d'autres. Il n'y a pas, d'un côté, les enjeux sociaux, d'un autre, ceux de l'industrie, d'un autre enfin, ceux de l'écologie... Le climat et la biodiversité sont des défis transversaux qui affectent *tous* les aspects de nos existences et de nos sociétés. Crever la bulle immobilière qui a gonflé aussi bien à Londres qu'à Paris est un enjeu social – mettre fin à la gentrification de nos capitales et faciliter le rapatriement des classes moyennes dans les métropoles en vue d'un minimum de mixité

Il n'y a pas, d'un côté, les enjeux sociaux, d'un autre, ceux de l'industrie, d'un autre enfin, ceux de l'écologie. Le climat et la biodiversité sont des défis transversaux

sociale – mais aussi écologique, notamment afin de faciliter l'indispensable rénovation thermique des bâtiments.

2. L'analyse économique la plus orthodoxe ne dispose pas, à ce jour, d'une définition rigoureuse de ce qu'est la « concurrence parfaite »³⁶.

Celle-ci suppose en effet, dans le même temps, que chaque acteur économique ait une influence nulle sur les prix de marché *et* que les mêmes prix soient une fonction décroissante de l'offre (et croissante de la demande). Deux propriétés essentielles à l'analyse de la main invisible, mais qui ne sont pas compatibles entre elles. De sorte que l'analogie avec les gaz parfaits est trompeuse : s'il est vrai qu'aucun gaz n'est parfait mais que les propriétés d'un gaz se rapprochent de celles des gaz parfaits à mesure que la pression diminue, il n'est pas vrai que les propriétés des marchés concurrentiels se rapprochent de celles de la concurrence parfaite à mesure que le nombre d'acteurs augmente ou que la régulation desdits marchés diminue. La concurrence parfaite n'est pas la limite asymptotique d'une concurrence de moins en moins imparfaite : elle n'existe pas car elle est intrinsèquement contradictoire. Quant à la concurrence imparfaite, oligopolistique ou monopolistique, nous savons qu'elle est inefficace et exige une régulation sans états d'âme. Refuser de diriger le crédit bancaire dans le sens de l'intérêt général au nom du respect de la concurrence revient en quelque sorte à refuser d'intervenir pour sauver un patient en proie à un infarctus au motif que, d'après la théorie du *perpetuum mobile*, un cœur idéal ne s'arrête jamais de battre...

36 G. Giraud, T. Nicolas et D. Vezinet, « Perfect competition. A reformulation », document de travail de l'AFD, à paraître.

La libre circulation des capitaux en question

Si l'on a compris cela, alors on n'aura aucune peine à comprendre l'importance de la dernière proposition du rapport (D2), qui demande que soient taxés les mouvements de capitaux. On entre, ici, sur un terrain tabou du débat public, piégé par les anathèmes lancés à intervalles réguliers contre le protectionnisme³⁷. Las, même David Ricardo reconnaissait dans son *opus magnum* qu'en présence de mobilité du capital, les vertus des avantages comparatifs (qui justifient la doctrine du laisser-faire en matière de commerce international) s'effondrent : l'ouverture des frontières bénéficiera tout simplement au pays qui jouit d'avantages industriels absolus, vers

La dérégulation internationale a rendu possible le scandale des prix de transfert, des paradis fiscaux et de l'optimisation fiscale légale.

qui afflueront les capitaux (jusqu'à ce qu'un meilleur investissement se présente ailleurs). Les pays d'Asie du Sud-Est l'ont bien compris, après la terrible crise financière de 1997-1998, eux qui accumulent depuis lors des réserves de changes qui pénalisent l'ensemble de la planète. Leur attitude n'est que prudence : ils savent par expérience que la mobilité du capital peut être mortelle pour un pays entier. En vérité, aujourd'hui, 60 % des transactions commerciales internationales ont lieu entre sociétés d'un même groupe et ne sont donc pas soumises à la concurrence. Au sein des 40 % restants, l'essentiel des prix de marché induits par l'énergie et la finance sont dictés par des mouvements de capitaux qui n'obéissent que marginalement à la rationalité économique. Nous sommes donc très loin des grands vents de la « concurrence » (parfaite ?) supposée imposer sa discipline vertueuse sur chacun. Au contraire, la dérégulation internationale a rendu possible le scandale des prix de transfert, des paradis fiscaux et de l'optimisation fiscale légale. Y mettre fin ne relève nullement d'un protectionnisme belliqueux, mais de la nécessité de faire cesser ces comportements de passagers clandestins, au nom même de l'efficacité économique (sans même parler de justice³⁸).

Rawi Abdelal a écrit l'histoire de l'utopie d'un droit international qui serait entièrement subordonné à la mobilité du capital³⁹. Cette utopie connut son acmé dans les années 1990. Elle fera long feu car l'expérience, au sein de la zone Euro comme entre pays du Nord et des Sud, montre que la mobilité du capital n'est une garantie ni contre les guerres, ni contre les régressions sociales et politiques les plus graves. Cela ne veut nullement dire, bien sûr, qu'il faille passer par-dessus bord l'idéal des Lumières d'un droit international capable de régir intelligemment les relations entre États-nations⁴⁰. L'esprit de Philadelphie⁴¹ a formulé le meilleur de l'héritage de l'*Aufklärung*, ce rejeton lointain de l'expérience biblique de la Sagesse⁴².

À nous de nous montrer dignes d'un tel héritage. Ce rapport esquisse la voie à suivre.

Gaël Giraud, jésuite, directeur de recherches au CNRS, économiste en chef de l'Agence française de développement (AFD), directeur de la chaire « Énergie et Prospérité », professeur à l'École nationale des Ponts Paris Tech, membre du conseil scientifique du Labex Refi (Régulation financière).

37 G. Giraud, « L'épouvantail du protectionnisme », *Projet*, n° 320, 1/2011, pp. 80-89 ; « Plaidoyer pour un protectionnisme européen », *Projet*, n° 321, 2/2011, pp. 79-87 ; voir aussi G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*, proposition 18.

38 Cf. G. Giraud et C. Renouard, *op. cit.*, propositions 15 et 16.

39 *Capital Rules. The Construction of Global Finance*, Harvard University Press, 2009.

40 G. Giraud, « Régulation mondiale, un rôle pour le FMI », *Projet*, n° 308, 1/2009, pp. 74-80.

41 Alain Supiot, *L'esprit de Philadelphie. La justice sociale face au marché total*, Seuil, 2010.

42 L'enjeu le plus décisif est de mettre fin à la tentative de privatisation du monde dans laquelle le post-libéralisme contemporain tente d'enfermer nos sociétés. Cf. G. Giraud, « Le capitalisme financiarisé et la transition écologique. De la « société de propriétaires » vers une « société des communs » ? », *Gregorianum*, Pontificia Universitas Gregoriana, 2013, 94/4.

RETROUVEZ L'ENSEMBLE DES ANALYSES ET DES RECOMMANDATIONS DU SECOURS CATHOLIQUE – CARITAS FRANCE SUR :

WWW.LAFINANCEAUXCITOYENS.ORG

secours-catholique.org

 [caritasfrance](#)
 [Secours Catholique-Caritas France](#)



ENSEMBLE,
CONSTRUIRE
UN MONDE JUSTE
ET FRATERNEL