

CORONAVIRUS : REGARDS SUR UNE CRISE

Cette série de contributions s'efforce de mettre en partage les réflexions, observations, témoignages et questionnements que suscitent, chez chacun d'entre nous, les développements de l'épidémie et les multiples conséquences qu'elle aura aussi bien à court qu'à long terme.

CRISE ÉCONOMIQUE ET ÉCOLOGIQUE : OSONS DES DÉCISIONS DE RUPTURE

2 avril 2020 | Par Laurence Scialom, Professeure à l'université Paris Nanterre et Baptiste Bridonneau, Doctorant à l'université Paris Nanterre

Dans son discours du 12 mars dernier, le président de la République déclarait : « Mes chers compatriotes, il nous faudra demain tirer les leçons du moment que nous traversons, interroger le modèle de développement dans lequel s'est engagé notre monde depuis des décennies et qui dévoile ses failles au grand jour, interroger les faiblesses de nos démocraties [...] Les prochaines semaines et les prochains mois nécessiteront des décisions de rupture. » Nous proposons dans cette note de prendre le Président au mot et suggérons quelques « décisions de rupture » pour la sortie de crise.

QUAND UNE CRISE CONJONCTURELLE DEVIENT UNE CRISE DE SYSTÈME

La crise que nous vivons est sans précédent. Sur le plan sanitaire, bien sûr, mais aussi sur le plan économique. De ce point de vue, le choc est beaucoup plus rapide et sévère que celui de la crise financière de 2007-2009 et même peut-être que celui de la grande dépression des années 1930.

C'est l'opinion que défend Nouriel Roubini[1]: « Lors des deux épisodes précédents, les marchés boursiers se sont effondrés de 50 % ou plus, les marchés du crédit se sont gelés, des faillites massives ont suivi, le taux de chômage a grimpé au-dessus de 10 % et le PIB s'est contracté à un taux annualisé de 10 % ou plus. Mais tout cela a pris environ trois ans pour se concrétiser. Dans la crise actuelle, des résultats macroéconomiques et financiers tout aussi désastreux se sont matérialisés en trois semaines. »

À l'appui de cette comparaison, entre 1929 et 1932, le commerce et la production industrielle ont baissé d'environ 30 % aux États-Unis, puis cette dépression s'est diffusée dans le reste du monde. Les estimations actuelles prévoient une baisse du PIB de l'ordre de 30 % dans la zone euro au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre 2020, et d'un ordre de grandeur équivalent en France[2]. Nous sommes donc dans des ordres de grandeur comparables.

Cette crise sanitaire mondiale majeure est donc également une crise économique, sociale et financière exceptionnelle. Ce fut d'abord une crise aigüe d'offre avec la mise au ralenti de la principale puissance exportatrice mondiale, la Chine, et la rupture de chaînes d'approvisionnement pour de nombreuses industries dans le reste du monde. Puis un choc de demande, avec la multiplication des mesures de confinement un peu partout sur la planète. Enfin, une crise financière et bancaire avec un décrochage des marchés financiers sans précédent et des difficultés bancaires à venir résultant de la vulnérabilité des banques au risque de marché et de la montée inéluctable des créances douteuses[3].

Ces crises multiples, dont les effets sont interdépendants et cumulatifs, révèlent une crise systémique – au sens de crise globale de notre mode de développement – car elles mettent en lumière les vulnérabilités de nos modèles économiques, sociaux et financiers.

[1] « A greater depression? » https://www.project-syndicate.org/commentary/coronavirus-greater-great-depression-by-nouriel-roubini-2020-03?utm_source=projec

[2] https://www.lemonde.fr/economie/article/2020/03/25/coronavirus-le-spectre-du-krach-de-2008-voire-de-1929_6034349_3234.html<https://www.publicsenat.fr/article/politique/impact-economique-du-coronavirus-une-plongee-dans-l-inconnue-181589>

[3] Pour plus de détails sur les enchaînements économiques et financiers de ce début de crise, voir : L. Scialom, « Covid-19, Pétrole et Cygne Noir », [https://aoc.media/analyse/2020/03/15/covid-19-petrole-et-cygne-noir/C.Reinhart,23mars2020,«This time is truly different », https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-crisis-has-no-economic-precedent-by-carmen-reinhart-2020-03?utm_source=Project+Syndicate+Newsletter&utm_campaign=2609050be9-sunday_newsletter_29_03_2020&utm_medium=email&utm_term=0_73bad5b7d8-2609050be9-93844117&mc_cid=2609050be9&mc_eid=16ef5f3936](https://aoc.media/analyse/2020/03/15/covid-19-petrole-et-cygne-noir/C.Reinhart,23mars2020,«This%20time%20is%20truly%20different%20»,https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-crisis-has-no-economic-precedent-by-carmen-reinhart-2020-03?utm_source=Project+Syndicate+Newsletter&utm_campaign=2609050be9-sunday_newsletter_29_03_2020&utm_medium=email&utm_term=0_73bad5b7d8-2609050be9-93844117&mc_cid=2609050be9&mc_eid=16ef5f3936)

Sans souci d'exhaustivité, nous pouvons citer : l'allongement des chaînes de valeur ; le fonctionnement à flux tendu de très nombreux secteurs économiques de façon à minimiser les stocks ; la dépendance aux importations pour des « biens » aussi vitaux que des médicaments de base (80 % des principes actifs des médicaments consommés en France sont importés de Chine et d'Inde contre seulement 20 % il y a trente ans) ; les inégalités en matière de logement, d'autant plus visibles et douloureuses dans un contexte de confinement ; les effets délétères du « nouveau management public » et de l'imposition de critères de gestion importés du privé dans la sphère publique, en particulier dans les domaines de la santé et de la recherche ; la fragilité persistante de nos systèmes financiers et bancaires ; les carences de l'État quand il s'agit d'anticiper sur la gestion d'une crise de santé publique aussi majeure que la pandémie actuelle.

Ce dernier point interpelle d'autant plus que nous devons affronter, dans le même temps, une crise écologique sur laquelle les scientifiques nous alertent depuis des décennies, qui menace la survie même de l'humanité dans de vastes régions du globe et pour laquelle, de nouveau, les États – dont le nôtre – font preuve d'une myopie et d'une inertie coupables. L'observateur ne peut qu'être frappé par la différence de considération pour la parole scientifique dans la crise sanitaire et dans la crise écologique. Le Président n'a cessé de répéter que le principe qui guidait l'action gouvernementale et sa gestion de la crise était la « confiance dans la science ». Gouvernements et Commission européenne sont prêts à engager des centaines, voire des milliers de milliards d'euros pour soutenir l'économie dans et au sortir de cette crise sanitaire. Dans le même temps, ils sont restés étrangement sourds aux arguments des scientifiques quant à l'urgence (certes à horizon de quelques décennies^[4] et non de quelques semaines) de s'atteler avec volonté, moyens et constance à la lutte contre la destruction de notre planète. Ils ont été jusqu'ici incapables de transiger sur les règles de gestion budgétaires européennes pour engager fermement la reconversion écologique de nos économies et accroître leur résilience face au réchauffement climatique et à l'effondrement – plus récemment perçu – de la biodiversité.

[4] Le premier rapport du GIEC date de 1990

Pourtant, nous savons que la vie humaine est aujourd'hui menacée (et dans des proportions sans commune mesure avec la menace du Covid-19) par le franchissement des frontières planétaires[5], c'est-à-dire les neuf seuils biophysiques de la terre[6] dont quatre sont déjà dépassés : le changement climatique, la biodiversité, les changements d'occupation des sols et les cycles de l'azote et du phosphore.

Des travaux scientifiques tendent par ailleurs à montrer que la pandémie que nous vivons n'est pas sans lien avec la crise environnementale[7]. Et les scientifiques nous annoncent que la fonte du permafrost va libérer d'autres agents pathogènes peut-être plus virulents que le Covid-19. Ces deux crises, sanitaire et écologique, ne doivent pas être pensées comme disjointes. L'admettre doit structurer la manière dont les gouvernements vont mettre en œuvre la sortie de crise.

Dans cette note, nous défendons l'idée que la pandémie du Covid-19, au-delà des drames humains qu'elle charrie, est un coup de semonce et, par là même, une occasion à saisir pour rendre nos sociétés plus résilientes face aux chocs à venir et engager véritablement leur reconversion écologique. Ce confinement, cette mise sous cloche de nos économies nous prouvent que des choix radicaux peuvent être faits quand l'urgence est perçue et que les vies humaines sont menacées. L'État devra, à l'issue de cette crise sanitaire, renouer avec ses fonctions anticipatrices et planificatrices pour mettre le cap sur la réorientation de nos systèmes économiques, financiers et sociaux à une échelle temporelle dépassant celle des cycles électoraux.

Le confinement auquel nous sommes contraints, cette pause dans l'agitation de nos vies, nous incite à réfléchir sur l'essentiel et l'accessoire, sur ce qui fait société.

[5] Johan Rockström et al., « A safe operating space for humanity », *Nature*, 23 septembre 2009

[6] Changement climatique, baisse de la biodiversité, acidification des océans, affaiblissement de la couche d'ozone stratosphérique, perturbation des cycles biochimiques de l'azote et du phosphore, charge atmosphérique en particules (aérosol atmosphérique), perturbation des cycles de l'eau douce, changement d'affectation des sols (déforestation notamment), et pollutions chimiques.

[7] C'est ce que montre la note Terra Nova « Crise sanitaire et crise écologique » publiée le 23 mars 2020, qui synthétise un certain nombre de travaux de recherche sur cette question. http://tnova.fr/system/contents/files/000/001/939/original/Terra-Nova_Cycle-Covid-19-Crise-santaire-crise-ecologique_230320--.pdf?1584987374 - Voir aussi : <https://theconversation.com/comment-les-changements-environnementaux-font-emerger-de-nouvelles-maladies-130967><https://carnetsdalerte.fr/2020/03/25/covid-19-la-baisse-de-la-biodiversite-et-la-hausse-du-nombre-depidemies/> et <https://carnetsdalerte.fr/2020/03/25/covid-19-la-baisse-de-la-biodiversite-et-la-hausse-du-nombre-depidemies/>

Nous éprouvons intimement, dans notre vie quotidienne, une sorte de renversement des valeurs : la surconsommation, le profit de court terme, l'accélération permanente du temps sont relégués au second plan, et ceux qui assurent les conditions de notre subsistance au quotidien (caissiers, vendeurs, manutentionnaires, transporteurs de marchandises, postiers, infirmiers ou aides à domicile^[8], etc.) sont pour la plupart des travailleurs au bas de l'échelle des rémunérations. Ces « invisibles » du quotidien subitement apparaissent pour ce qu'ils sont, à savoir les rouages essentiels et dorénavant visibles de nos vies. Cette crise souligne également que ceux d'entre nous dont l'activité est vitale pour tous sont souvent ceux qui furent les victimes du modèle économique et social qui s'est imposé progressivement depuis les années 1980, tout particulièrement les professionnels du système de santé public ou des Ehpad. Modèle qui, par ailleurs, est insoutenable d'un point de vue écologique.

Le président de la République affirme que « nous sommes en guerre ». C'est exact ! Nous menons une guerre que nous espérons éclair – se comptant en semaines ou en mois – contre la pandémie, mais aussi une guerre de longue haleine contre le dérèglement climatique et les atteintes à notre planète. Les temps de guerre imposent de sortir des cadres de pensée usuels. C'est ce que nous proposons.

QUAND LES TABOUS TOMBENT OU SE FISSURENT

Un certain nombre de tabous sont déjà tombés, et c'est heureux. Sans souci d'exhaustivité, on peut citer quelques mesures marquantes récentes.

- Le 20 mars, Ursula von der Leyen, la présidente de la Commission européenne, a proposé formellement de recourir à la « clause de suspension générale », imaginée en 2011 mais jamais utilisée. Elle permet aux États de dépenser autant que nécessaire face aux conséquences économiques de la pandémie. Cette proposition validée, ils peuvent désormais déroger temporairement au Pacte de stabilité et de croissance.

[8] Toutes ces fonctions sont indiquées au masculin mais notons que la majorité d'entre elles sont assumées par des femmes.

- Le PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) de la BCE promet 750 milliards d'euros de rachat de dettes d'État et d'entreprise. Comme le SMP de 2010, et face à l'élargissement des *spreads* entre pays, qui porte en germe le risque d'éclatement de la zone euro, ce programme pourra s'appliquer à un pays particulier, l'Italie ou la Grèce par exemple, sans que cela touche les autres pays de la zone. Le PEPP pourra, par ailleurs, concerner les emprunts d'État grecs, qui n'étaient pas éligibles aux achats de la BCE. Afin d'acheter de la dette publique d'un État dans les proportions qu'elle souhaite, la BCE pourra s'écarter temporairement de la clé de capital qui détermine la part des achats consacrée à chaque pays de la zone euro et, si nécessaire, s'affranchir de la limite maximale de détention de dette d'État (33 %) qu'elle s'est fixée, ce qui lui donnera la possibilité d'acheter plus d'un tiers de l'encours de dette publique italienne. La BCE est donc revenue sur les plafonds maximaux de dette souveraine qu'elle s'était jusqu'alors permis de posséder, mettant entre parenthèses certains principes gouvernant son action qui semblaient jusque-là gravés dans le marbre.

DES TABOUS ONT DONC COMMENCÉ À TOMBER OU À SE FISSURER

Que ce soit pour lutter contre les conséquences économiques de la pandémie ou pour préserver notre planète, nous devons mobiliser des outils économiques qui sortent des sentiers battus. Au lendemain de la guerre, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni se sont retrouvés plombés par des dettes publiques comprises entre 200% et 300% du PIB, au moment où l'impératif était la reconstruction. Ces dettes ont été progressivement «absorbées», en quelques années, par un mélange d'annulations pures et simples, d'inflation et de croissance permettant une dépréciation de leur valeur réelle et de prélèvements exceptionnels sur la propriété privée^[9]. Inflation et croissance ne peuvent aujourd'hui constituer des solutions à un allègement sans douleur de la dette car, avant même la pandémie, le risque de déflation et le constat de l'affaissement de la croissance potentielle étaient les symptômes d'un contexte de stagnation séculaire. Il faut donc imaginer d'autres solutions.

[9] Les conditions de réduction de la dette publique au lendemain de la Seconde Guerre mondiale diffèrent d'un pays à un autre. Ainsi, le contraste entre la France d'une part, l'Allemagne et le Japon d'autre part, est frappant : en France, cinq ans d'une inflation moyenne à 50 % détruisent aussi bien la dette publique que l'épargne. En Allemagne et au Japon, ce sont des prélèvements exceptionnels sur les hauts patrimoines immobiliers et financiers qui jouent un rôle similaire. À titre illustratif, l'Allemagne a mis en place un prélèvement sur les fortunes immobilières.

L'économie n'est pas une science dure. Il n'y a pas de « loi » économique valable en tout temps et en tout lieu. Ne sacrifions pas la reconversion écologique de nos économies sur l'autel de dogmes et de principes d'action hérités d'une époque économique révolue. Si nous ne voulons pas que le très fort accroissement de la dette publique et privée que génèrera la gestion de cette crise du Covid-19 se paie par des années d'austérité – comme ce fut le cas pour la gestion de la crise financière de 2008 – et par l'abandon de nos ambitions écologiques, il faut accepter de transgresser les dogmes économiques et financiers qui paralysent l'action publique. Il y a urgence à penser « hors du cadre » car les besoins d'investissements dans la transition vers une économie bas carbone sont massifs et que le temps pour les réaliser nous est compté. L'aubaine des taux zéro pour financer la transition écologique a été jusque-là gaspillée au nom de dogmes hérités du passé. La crise que nous vivons doit être vue comme une opportunité de les dépasser.

Quelles options pouvons-nous envisager pour que le carcan de la dette ne paralyse pas l'action publique en faveur du climat au lendemain de cette pandémie alors que les besoins d'investissements sont massifs ?

Thomas Piketty, dans *Le Capital au XXI^e siècle*, avançait l'idée d'un impôt exceptionnel (ponctuel, c'est-à-dire mobilisé une seule fois) progressif sur les patrimoines. Il proposait le barème suivant : « 0 % jusqu'à 1 million d'euros, 10 % entre 1 et 5 millions, et 20 % au-delà de 5 millions d'euros », les recettes fiscales étant allouées à la réduction de la dette. À court terme, ce type d'option semble difficilement envisageable car elle reviendrait à accroître la spirale déflationniste sur les prix d'actifs en induisant des volumes considérables de vente pour obtenir la liquidité requise au paiement de l'impôt à un moment où les marchés sont déjà très déstabilisés. Pour autant, cela n'enterre pas la question de la fiscalité sur les patrimoines – notamment financiers – à plus long terme.

Dans cette note, nous privilégions le financement monétaire du plan de soutien et de sortie de crise. Nous pensons que le contexte est propice à la remise en cause de ce dogme – qui n'en fut pas toujours un...

Globalement, depuis que les banques centrales existent, elles ont poursuivi quatre objectifs principaux, avec cependant une pondération entre eux très différente selon les périodes, les pays ou les zones géographiques.

1. Unifier et préserver le système de paiement.
2. Assurer la stabilité financière. Ce rôle est double. D'une part, il concerne l'action curative du prêteur en dernier ressort et du teneur de marché en dernier ressort. D'autre part, il recouvre des actions préventives aujourd'hui qualifiées de régulation prudentielle.
3. Maintenir la stabilité monétaire et la valeur de la monnaie soit à travers un objectif de change, soit sous forme d'un objectif d'inflation.
4. Soutenir les besoins de financement des États en période de crise, notamment en temps de guerre.

Les modifications du poids accordé à chacune des missions des banques centrales reflètent également un mix différent selon les époques entre la confiance accordée aux mécanismes de marché et aux réglementations et les contraintes structurelles imposées par l'État.

La question qui se pose, en ce début de xxiesiècle, est de savoir si nous sommes dans une période de basculement vers un nouveau central banking et quels seront les composants de celui-ci. La conjonction d'une prise de conscience aigüe quant aux risques financiers climatiques^[10] et au besoin de verdir la finance^[11], la reconnaissance de l'échec du paradigme d'autorégulation des marchés et l'impératif de desserrer le carcan de la dette hérité de la gestion de deux crises systémiques en une douzaine d'années créent un cadre favorable à une refondation des principes devant gouverner l'action des banques centrales. Nous ne sommes pas seuls à le pressentir.

Adair Turner, qui a présidé l'Autorité des services financiers britannique de 2008 à 2013, préconise, dans son ouvrage *Reprendre le contrôle de la dette*^[12], un financement monétaire ponctuel. « Confrontés au poids du surendettement et à une demande nominale insuffisante, nous devons être prêts à recourir à un financement monétaire » de la BCE... « Si la mesure est strictement ponctuelle et se justifie par des circonstances exceptionnelles, il sera plus facile de contenir le risque d'aléa moral. » Nous sommes précisément dans une telle situation.

[10] Sur ce point, voir J. Deyris et L. Scialom « Quand le risque climatique devient risque financier » <https://www.alternatives-economiques.fr/risque-climatique-devient-risque-financier/00090677>

[11] Bolton P. et al, « The Green Swan, Central banking and financial stability in the age of climate change », janvier 2020, BIS.

[12] La version anglaise « Between the debt and the devil » date de 2015, et la version française de 2017, publiée aux Éditions de l'Atelier.

Plus récemment, Nouriel Roubini, dans une tribune publiée le 24 mars 2020^[13], écrit : « Les gouvernements doivent déployer des mesures de relance budgétaire massives, notamment par des "largages d'hélicoptères" de versements directs en espèces aux ménages. Compte tenu de l'ampleur du choc économique, les déficits budgétaires des économies avancées devront passer de 2 à 3 % du PIB à environ 10 % ou plus. Seuls les gouvernements centraux disposent de bilans suffisamment importants et solides pour éviter l'effondrement du secteur privé. Ces interventions financées par le déficit doivent être entièrement monétisées. Si elles sont financées par la dette publique normale, les taux d'intérêt augmenteront fortement et la reprise sera étouffée dans son berceau. »

Laurence Boone, économiste en chef à l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), suggère que « les banques centrales soutiennent les États en absorbant une partie de leurs dettes, par de la création monétaire, pour aider à la soutenabilité de leur action^[14] ».

Quelle forme plus précise peut prendre ce financement monétaire de la Banque centrale ?

Nous mettrons en exergue deux formes spécifiques de financement monétaire dont les finalités sont différentes.

LE QE FOR PEOPLE OU DRONE MONÉTAIRE

En 2015, le Financial Times publiait un appel à la BCE de 19 économistes majoritairement allemands et britanniques demandant un *QE for people*^[15], c'est-à-dire une création monétaire directe pour la population, prenant la forme d'un versement inconditionnel de 175 euros par mois et par personne à tout citoyen de la zone euro. Pour rappel, le Quantitative Easing (QE) est une politique monétaire non conventionnelle d'achat massif par la banque centrale de titres aux intermédiaires financiers. Le *QE for people* est, quant à lui, une création monétaire nette, au bénéfice non des banques mais de la population. L'argument économique à l'appui de cette proposition était le suivant : « Les données disponibles suggèrent que le QE classique n'est pas un outil fiable pour stimuler le PIB ou l'emploi.

[13] https://www.project-syndicate.org/commentary/coronavirus-greater-great-depression-by-nouriel-roubini-2020-03?utm_source=project-syndicate.org&utm_medium=email&utm_campaign=authnote&

[14] https://www.lemonde.fr/economie/article/2020/03/25/coronavirus-le-spectre-du-krach-de-2008-voire-de-1929_6034349_3234.html

[15] <https://www.ft.com/content/7bc99348-d40b-11e4-99bd-00144feab7de#axzz3Va518EHR>

Les recherches de la Banque d'Angleterre montrent qu'il bénéficie aux riches, qui profitent de l'augmentation du prix des actifs, bien plus qu'aux plus pauvres. Dans la zone euro, où les taux d'intérêt sont au plus bas et où les rendements obligataires sont déjà devenus négatifs, l'injection de liquidités encore plus importantes sur les marchés n'aidera guère l'économie réelle. » Cet argument n'a pas pris une ride. Il est d'ailleurs développé et actualisé dans une récente note de l'Institut Veblen [16], qui dépoussière cette proposition de monnaie hélicoptère, y compris d'un point de vue sémantique, en parlant de « drone monétaire ». Les auteurs anticipaient les critiques des contempteurs de cette mesure à savoir qu'elle soutiendrait la consommation plutôt que l'investissement, qu'elle serait épargnée pour une bonne part et qu'elle serait inflationniste... Ils publiaient en janvier 2020 mais, comme chacun d'entre nous, ils n'imaginaient pas à quel point l'actualité allait balayer ces contre-arguments. Qui, compte tenu de la violence du choc de demande, de la hausse du chômage que nous allons subir et des coûts sociaux massifs, peut encore avancer de tels arguments ? Bien sûr, une telle mesure n'est pas ciblée sur le financement de la transition écologique, mais nous devons nous battre sur les deux terrains et nous assurer que la gestion de crise de court terme n'écrase pas les impératifs de lutte à moyen-long terme contre le changement climatique et les autres maux de la crise écologique. À court terme, lutter contre la déflation, la récession et son cortège de coûts sociaux est impérieux et, de ce point de vue, le drone monétaire est un bon outil. À moyen-long terme, la lutte contre le changement climatique ne doit pas être étouffée par le carcan de la dette publique. C'est à cette question que répond notre proposition ci-dessous.

NE PAS OBÉRER L'AVENIR : LES ANNULATIONS DE DETTES PUBLIQUES PAR LA BCE POUR FINANCER LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE

Une autre option défendue récemment dans l'ouvrage d'Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne, *Une monnaie écologique*, consisterait en une annulation des dettes publiques détenues par la BCE qui serait conditionnée à l'engagement de sommes équivalentes, par les États, dans des investissements « bas carbone ». Cette annulation de dette constituerait l'amorçage d'une politique de reconversion écologique de nos économies tout en soutenant la demande.

[16] Sous la direction de Jézabel Couppey Soubeyran, avec E. Carré, T. Lebrun et T. Renault, « Un "drone monétaire" pour remettre la politique monétaire au service de tous », janvier 2020, <https://www.veblen-institute.org/Note-Veblen-Un-drone-monetaire-pour-remettre-la-politique-monetaire-au-service.html>

Cette annulation conditionnelle serait à la fois au bénéfice de l'État concerné mais également des autres États membres, dans la mesure où les émissions de gaz à effet de serre créent une externalité négative qui ne s'arrête pas aux frontières. Elles ne nuisent pas seulement à l'État bénéficiant de l'annulation de dette mais à tous. La lutte contre le réchauffement climatique ou contre l'effondrement de la biodiversité sont des biens publics mondiaux. Ceux-ci se définissent par la conjonction de deux caractéristiques : la non-rivalité et la non-exclusion non seulement pour les populations à l'intérieur d'un pays mais également entre populations de pays différents. La notion de non-exclusion signifie que personne ne peut être exclu du bénéfice du bien public. C'est, par exemple, le cas de l'éradication d'une maladie infectieuse, de la baisse de la pollution de l'air et de la lutte contre le réchauffement climatique. La non-rivalité se réfère, quant à elle, à la « consommation » du bien ou du service, son indivisibilité : l'accroissement de la disponibilité du « service » pour une personne ou un groupe ne réduit pas sa disponibilité pour tous les autres. Ces deux caractéristiques expliquent que le « marché » ne peut « produire » ces biens publics car il n'y a pas de rentabilité financière appropriable par celui qui les produit. Au niveau national, c'est le même type d'argument qui explique que la défense nationale soit financée par l'impôt.

Parce que la lutte contre le réchauffement climatique est un bien public mondial dont les effets bénéfiques profitent à tous, la proposition que nous formulons nous semble particulièrement pertinente dans le contexte actuel. Nous allons donc davantage la développer^[17].

Face à la crise du Covid-19, les États européens vont s'endetter substantiellement pour financer les allocations des millions de citoyens contraints au chômage technique, protéger des entreprises contre la faillite, renflouer des banques menacées par l'insolvabilité, tout en voyant leurs recettes fiscales diminuer. Face au risque de spéculation sur les marchés de dette souveraine, la BCE a eu raison de rappeler qu'elle avait une force de frappe illimitée, quels que soient les pays touchés. Les Corona-bonds, en mutualisant la dette publique, éviteraient également un accroissement des spreads entre États^[18]. Si la spéculation sur les titres souverains est maîtrisée, le niveau de dette publique n'est plus un problème en soi. Le niveau de dette publique exorbitant du Japon, sans que le pays ait de difficultés à se financer, est souvent pris en exemple.

[17] Les travaux de doctorat de B. Bridonneau – co-auteur de la présente note – sont en partie centrés sur cette question.

[18] Cette option est malheureusement rejetée par l'Allemagne et les Pays-Bas.

Certes, les titres souverains japonais sont en très grande partie détenus par des nationaux, mais la situation européenne n'est pas fondamentalement différente : la dette publique des pays européens est majoritairement détenue sur le continent[19]. Des niveaux élevés de dette publique ne sont pas un problème en soi, à condition, rappelons-le, que la BCE continue de protéger sans limite les bons souverains de la spéculation en s'autoproclamant, comme elle l'a déjà fait, investisseur en dernier ressort. Où est le problème, si celui-ci ne repose pas sur le niveau de dette publique rapporté au PIB ? Un jour viendra où la situation d'urgence autorisant les États à passer outre les règles budgétaires européennes cessera. Ils auront alors à stabiliser leur niveau de dette publique en pourcentage du PIB. À budget équilibré, les pouvoirs publics devront récolter des recettes fiscales suffisantes pour financer l'intégralité de leurs dépenses de fonctionnement, d'investissement et de charges de la dette. La crise du Covid-19 va accroître, pour les raisons susmentionnées, le volume des dettes publiques en pourcentage des PIB. Par ailleurs, les États risquent de rencontrer des taux d'intérêt plus élevés, en raison de plusieurs phénomènes : une hausse des primes de risque en situation d'incertitude radicale et d'augmentation du niveau d'endettement des États, et une concurrence sur les marchés de dette souveraine à l'heure où un très grand nombre de pays dans le monde risquent de s'endetter. Après le pic de la crise, les États auront des charges de la dette plus importantes (des taux d'intérêt supérieurs multipliés par un volume de dette publique accrue). À budget équilibré, et attendu qu'il est difficile de modifier les dépenses de fonctionnement, une augmentation des charges de la dette risque malheureusement d'être compensée par une baisse des dépenses d'investissement, reproduisant la dynamique néfaste d'austérité de la crise des dettes souveraines, à l'heure où le financement de la transition écologique ne peut plus attendre.

C'est ici que la BCE doit intervenir. La BCE, qui détient aujourd'hui jusqu'à un tiers du volume de dette de chaque pays et qui très probablement en possédera davantage demain, pourrait décider d'octroyer des remises de dette aux États.

[19] À titre illustratif, selon la Banque d'Italie, à la fin 2018, 22 % de la dette publique italienne étaient détenus par des non-résidents, dont 33 % hors de la zone euro. En d'autres termes, seuls 7 % étaient détenus hors de la zone euro. https://www.research.unicredit.eu/DocsKey/xfifstrategy_docs_2019_170284.ashx?EXT=pdf&KEY=KZGTuQCn4lsvclJnUgseVEGHysWJl2NsEwG0xbIWxFK9BVQAB4eryA==&T=1

Étonnamment, les proportions de détention de la dette française à l'étranger ne sont connues que par le canal de la collecte d'informations effectuée via un sondage réalisé par le FMI auprès des investisseurs internationaux, le Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS). D'après le rapport d'activité de l'agence France Trésor 2018, « la dette d'État est détenue par des investisseurs français à hauteur de 47,4 % au 31 décembre 2018 et par les investisseurs non-résidents à hauteur de 52,6 % dont une partie significative située au sein de la zone euro ». Sous des hypothèses réalistes, l'Agence France Trésor estime que la moitié des investisseurs non-résidents sont originaires du reste de la zone euro. Cela signifie qu'environ 75 % de la dette publique française est détenue dans la zone euro.

En temps normal, les pays émettent de nouveaux titres souverains pour rembourser ceux qui arrivent à maturité. Si ces derniers venaient à être annulés par la BCE, comme nous le proposons, les nouveaux financements souverains contractés pourraient être consacrés exclusivement au financement d'investissements verts. Autrement dit, les États pourraient financer une politique d'investissements verts en s'endettant sans que le ratio dette/PIB augmente, attendu que tout nouvel endettement en vue d'investissements bas carbone coïnciderait avec l'annulation d'un volume de dette de même ampleur par la BCE. On peut attendre que cette augmentation de la demande publique engendre de l'inflation. Cependant, des tensions déflationnistes sont déjà à l'œuvre dans la zone euro et elles vont très probablement s'accroître. Ce faisant, proposer une mesure qui pourrait lutter contre ces pressions déflationnistes se révèle être une vertu davantage qu'un vice, y compris du point de vue de l'objectif de la BCE d'atteindre les 2 % d'inflation.

D'aucuns peuvent craindre que ce type de mesure ne nuise à la crédibilité de la BCE et ne conduise à une crise de confiance. Nous pensons que cette interprétation relève d'une profonde méconnaissance de ce qu'est un régime de monnaie fiduciaire. La monnaie ne fonde pas son acceptabilité sur une quelconque valeur intrinsèque ou sur un ancrage sur un métal précieux mais sur les chaînes de croyance qu'elle mobilise quant au devenir de l'économie marchande qu'elle supporte. La confiance dans la monnaie fiduciaire ne repose que sur la confiance que la société porte à sa propre perpétuation. La meilleure expression de cette idée se trouve chez G. Simmel^[20] : l'argent est « une assignation sur la société », « une lettre de change sur laquelle le nom de l'intéressé n'est pas porté, ou bien sur laquelle le sceau de l'émetteur tient lieu d'acceptation ». Cet éclairage permet de comprendre que, loin de décrédibiliser la BCE et de générer une crise monétaire, l'annulation de dette publique par la banque centrale à des fins de perpétuation de la société européenne et de préservation de sa soutenabilité peut, au contraire, renforcer sa crédibilité.

La BCE a-t-elle le droit d'annuler de la dette publique ? L'article 123 du TFUE « interdit à la Banque centrale européenne [...] d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions [...] des États membres » et d'acquiescer « auprès d'eux [...] des instruments de leur dette ». Premièrement, des annulations de dette ne sont pas des « crédits » *stricto sensu*.

[20] *Philosophie de l'argent*, PUF, 1987, publié initialement en allemand en 1900.

On connaît la capacité de la BCE à jouer sur l'interprétation de cette clause, puisqu'elle se permet dorénavant d'acheter de la dette publique en grande quantité, sous prétexte qu'il s'agit d'achats sur les marchés secondaires et non primaires. Peut-elle alors considérer que le traité n'interdit pas explicitement des annulations de dette publique ? Deuxièmement, les arrêts Gauweiler (2015) et Henrich Weiss (2018) de la Cour de justice de l'UE déclarant les légalités respectives de l'OMT(2012) et du PSPP(2015) ont déjà fait du risque de pertes sur les bons souverains une nécessité à assumer pour continuer de mener à bien la politique monétaire. Dès lors, la BCE peut-elle prendre l'initiative de ces pertes, en octroyant des remises de dette publique ? Il s'agit d'un rapport de force au sein du Conseil des gouverneurs. La nécessité d'un soutien à la demande publique comme moyen de tendre vers l'objectif des 2 % d'inflation peut faire pencher la balance en faveur d'une telle mesure. Enfin, on connaît la propension de la Cour de justice de l'UE à accrédi-ter a posteriori les prises de responsabilité de la BCE, obligée de constater ex post que celles-ci se sont révélées salvatrices. Si des remises de dette souveraine apparaissaient bénéfiques pour financer des investissements verts, il est probable que la CJUE légaliserait cette action, convaincue qu'elle serait de son efficacité à garantir la stabilité des prix, tout en favorisant la transition écologique.

Un dernier point mérite d'être soulevé : les pertes ainsi enregistrées par la BCE peuvent-elles conduire à son insolvabilité ? Un rapport de la Banque des règlements internationaux[21] indique que « la plupart des BC pourraient perdre de l'argent au point d'avoir des fonds propres négatifs tout en continuant à fonctionner parfaitement normalement ». D'ailleurs, comme le soulignent A. Grandjean et N. Dufrêne, « de nombreuses banques centrales ont fonctionné, pendant plusieurs années, avec des fonds propres négatifs. Ce fut notamment le cas des banques centrales chilienne, tchèque et israélienne ». Une institution qui a un pouvoir de création monétaire illimité n'a pas à être recapitalisée : elle peut absorber des pertes sans que cela obère ni sa capacité à créer la monnaie, ni son rôle de prêteur en dernier ressort.

DES BAIL-OUT CONDITIONNÉS À UN RENFORCEMENT DE LA RÉGULATION BANCAIRE « VERTE »

L'ampleur du choc d'offre et de demande va être tel qu'il va probablement conduire les États à renflouer des banques et des entreprises.

[21] BIS Paper n° 71, D. Archer & P. Moser Boehm, «Central Banks finances ». <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71.pdf>

De tels renflouements se sont déjà produits entre 2007 et 2009, et, à l'époque, nombre d'observateurs avaient dénoncé la privatisation des gains et la socialisation des pertes ainsi permises. Nous devons tirer les leçons des erreurs commises en la matière lors des renflouements bancaires entre 2007 et 2009. Alors que le G20 avait posé le bon diagnostic sur la nécessité de très fortement re-réguler le secteur financier et bancaire, nous sommes restés au milieu du gué[22] car les lobbys bancaires ont très vite retrouvé leur pouvoir d'influence[23] et réussi à infléchir ou enterrer certaines réformes clés qui aujourd'hui nous protégeraient d'une partie des effets de cette crise, la plus emblématique étant celle relative à la séparation des activités bancaires. Les renflouements ne furent conditionnés qu'à des dispositions de court terme, comme celles limitant la distribution de dividendes et les rémunérations variables (bonus). Contrairement à ce qui a été fait lors la crise financière de 2008, les renflouements à venir devront être conditionnés à des engagements fermes du secteur en faveur de mesures indispensables à la transition écologique et à la préservation de la stabilité financière. Mesures auxquelles l'industrie financière et l'industrie bancaire s'opposent jusqu'ici.

Contrairement à ce qui a été fait lors la crise financière de 2008, les renflouements à venir devront être conditionnés à des engagements fermes du secteur en faveur de mesures indispensables à la transition écologique et à la préservation de la stabilité financière. Mesures auxquelles l'industrie financière et l'industrie bancaire s'opposent jusqu'ici.

Sans souci d'exhaustivité, parmi les mesures essentielles à mettre en œuvre dans la foulée de la sortie de cette crise, nous pouvons citer les suivantes.

- L'élaboration d'une taxonomie brune et pas uniquement verte.
- L'imposition d'un *brown penalizing factor* dans le ratio de capital pondéré par les risques.
- L'introduction de ratios de levier sectoriels qui permettraient de compléter le *brown penalizing factor* en limitant l'endettement excessif sur des catégories d'actifs adossés à des secteurs intensifs en carbone[24].

[22] Sur ce point, on peut utilement se référer au rapport Terra Nova publié à l'occasion des 10 ans de la faillite de Lehman Brothers par V. Bignon, J. Couppey Soubeyran et L. Scialom : « 10 ans après. Bilan des réformes bancaires et financières depuis 2008 : avancées, limites, propositions ». http://tnova.fr/system/contents/files/000/001/616/original/Terra-Nova_Rapport-crise-financiere-2008_030918.pdf?1536334857

[23] Sur les canaux par lesquels l'industrie bancaire influence et « capture » les pouvoirs publics, voir L. Scialom, *La Fascination de l'ogre ou comment desserrer l'étau de la finance*, Fayard, coll. "Raison de Plus", 2019.

[24] D'Orazio P. and Popoyan L., 2019, « Fostering green investments and tackling climate-related risks : which role for macroprudential policy ? », *Ecological economics*, 160.

Ce type de dispositif est d'autant plus justifié concernant le financement des secteurs carbonés que l'évaluation des risques d'échouage est soumise à une incertitude radicale, les risques ne pouvant être quantifiés sur la base de données passées. L'effet de cette mesure est assez similaire aux plafonds maximums de crédit propres aux politiques d'encadrement du crédit (voir ci-dessous) avec néanmoins une différence : elle a un impact sur la composition du passif (renforcement du capital) et pas seulement de l'actif de la banque. La réactivation des politiques de guidage du crédit^[25], c'est-à-dire de politique active de canalisation des financements vers des secteurs considérés comme prioritaires au détriment de secteurs très carbonés, donc moins soutenables et dont on contraindrait ainsi les banques à se désengager progressivement.

[25] Bezemer D, Ryan-Collins J, Van Lerven F and Zhang L. (2018), "Credit where it's due : A historical, theoretical and empirical review of credit guidance policies in the 20th century", Institute for innovation and public purpose, WP 2018-11, December.