

La nécessité de se doter d'une Banque de la transition écologique

Le Président de la République a annoncé à la conférence environnementale que la BPI serait la "banque de la transition". Nous allons plaider ici pour que soit en effet créée une telle banque ou plus globalement un dispositif d'ensemble spécialisé qui puisse financer les investissements nécessaires à la transition énergétique et écologique. Nous n'entrerons pas ici dans le débat relatif au support existant à utiliser (BPI ou autres).

Cette note¹ est faite pour présenter les idées et les arguments dans leur globalité. Une étude approfondie serait bien sûr nécessaire pour détailler le projet présenté ici dans ses grandes lignes.

SOMMAIRE

1 Pourquoi une banque publique de la transition?	2
2 D'où peut venir ce financement quand les caisses de l'Etat sont vides ?	3
2.1. Qu'est-ce qu'une banque ?	3
2.2. Peut-on se contenter d'une institution financière non bancaire pour financer la transition?	3
3 Les points clefs d'un dispositif dont la colonne vertébrale serait une banque publique de la transition	4
4. Les objections à la naissance d'une banque <i>publique de la transition</i>.	4
4.1. La création monétaire serait inflationniste	4
4.2. La création d'une banque publique créerait une distorsion de concurrence avec les banques privées	5
4.3. L'Etat ne doit pas utiliser la planche à billet	5
4.4. Il y a déjà surabondance mondiale et européenne de liquidités	6
5 Impacts sur dette et déficits publics de ces dispositifs.	7
Annexe : la trappe à liquidité	9
La trappe à liquidité, de quoi s'agit-il ?	9
Le plancher des taux d'intérêt	9
Le jubilé ou bûcher des dettes : une vraie solution économique	10
La trappe, ça se prouve comment ?	10

¹ Cette note s'inspire fortement d'un article de Gaël Giraud, à paraître dans la revue *Projet Voir* <http://www.revue-projet.com/articles/banque-publique-d-investissement-la-mal-nommee/>

1 Pourquoi une banque publique de la transition?

Deux arguments centraux justifient ce dispositif ambitieux et novateur.

D'une part, la transition énergétique et écologique se traduit par des besoins considérables en investissements matériels (énergies renouvelables, rénovation thermique, mobilité bas carbone, urbanisme restructuré, agriculture durable, etc.) et immatériels (formation, recherche, éducation, accompagnement au changement...) Ces investissements parfois diffus ne sont pas toujours financièrement très rentables pour les acteurs privés, compte-tenu notamment de l'absence de signal-prix sur les bénéfices sociaux qu'ils génèrent (ou les pertes sociales qu'ils réduisent) et du jeu de l'actualisation qui écrase le long terme. Par ailleurs ils sont très spécifiques de la transition qui consiste à investir en capital pour économiser des dépenses en combustibles. La question intergénérationnelle est clef : la génération présente n'a pas de raison de payer à la fois pour son énergie et celle de la génération suivante. Or quand on aura isolé les logements et développé les renouvelables, elle n'aura presque plus rien à payer pour son électricité...et plus généralement son énergie. On comprend aisément dès lors que la baisse du coût du capital est absolument essentielle pour que ces investissements se fassent. Le système bancaire privé et mutualiste ne financera au mieux que la part la plus rentable et la plus sûre de ces investissements.

Seul un circuit financier public peut à la fois être fortement impliqué et moteur dans un projet d'intérêt général et proposer des financements à bas coût. Il doit concerner en priorité le prêt auprès des ménages et des entreprises se lançant dans ce type de projets.

NB Le financement en fonds propres des acteurs de la transition (que ce soit des PME ou des sociétés de projet) devrait être clairement distingué des prêts aux ménages et entreprises. Le métier de gérant de fonds, nécessite en effet des compétences différentes et pas forcément la même gouvernance que celui de prêteur. Les risques induits par ces deux activités sont très différents (en termes de niveaux et de typologie). Un des rôles de la BPI telle qu'elle est lancée à ce jour pourrait être de financer les sociétés de projet et les PME de la transition. Il reste cependant à matérialiser clairement l'orientation de la BPI sur la transition ce qui n'est pas le cas à ce stade. Mais ceci reste à préciser.

D'autre part l'économie européenne plonge dans la voie de la récession et n'en sortira pas avec les mesures envisagées à ce jour. Rappelons qu'en l'absence d'un projet volontariste d'innovation industrielle, la France connaîtra au mieux une croissance nulle en 2013 ; le nombre de chômeurs devrait s'accroître de 30 à 40.000 en moyenne mensuelle. Nous pourrions très vraisemblablement atteindre 3,5 millions de chômeurs avant la fin 2013. Il est permis de douter que des mesures de « compétitivité »² suffisent à renverser cette tendance du fait de la pente déflationniste dans laquelle l'Europe est aujourd'hui engagée. Les prix baissent actuellement en Espagne et en Grèce. Ce signal est extrêmement grave puisqu'il indique que ces deux pays sont déjà tombés dans la trappe à liquidité. De celle-ci, on sait quand un pays s'y enfonce, et nul ne sait comment on en sort. Le Japon y est piégé depuis vingt ans en dépit des trillions investis sans succès par les gouvernements successifs dans des tentatives de relance (d'inspiration keynésienne). Le Traité de Stabilité, de Coordination et de Gouvernance, en institutionnalisant l'austérité budgétaire, ne fera qu'aggraver cette pente déflationniste sans pour autant régler aucunement le problème des dettes publiques. En effet, la baisse du Pib promet, parce qu'elle sera plus rapide que celle de la dette, d'augmenter le ratio dette/Pib, comme on l'observe dans tous les pays du sud de l'Europe. C'est au regard de ce "chemin" macro-économique qu'il convient d'apprécier l'impact d'une opération de quelques dizaines de milliards d'euros par an, pour un pays comme la France qui emprunte chaque année 200 milliards sur les marchés financiers, et dont le Pib s'élève à 2000 milliards environ.

² C'est-à-dire une politique de réduction des coûts salariaux destinée à restaurer la compétitivité française,

2 D'où peut venir ce financement quand les caisses de l'Etat sont vides ?

2.1. Qu'est-ce qu'une banque ?

Rappelons qu'une *banque* est une institution qui a obtenu du « souverain » une délégation dans le droit de frapper monnaie (c'est pourquoi tout le monde ne peut pas décider du jour au lendemain de créer une banque). Ce qui veut dire qu'une banque crée de la monnaie. Lorsqu'elle accorde un crédit à un de ses clients, disons, de 100, elle crée environ 90 qui n'existaient pas précédemment. Cette somme est inscrite au passif de la banque (où est comptabilisé le compte courant de son client) et simultanément à l'actif (c'est la créance du client). Le bilan de la banque gonfle ainsi des deux côtés sans se déséquilibrer³. L'argent qu'elle octroie via un crédit ne correspond donc pas du tout à une somme d'argent qui dormait dans un coffre-fort ; encore moins à un stock d'or enfoui au sous-sol de la Banque de France. Cet argent provient tout simplement d'une écriture comptable, matérialisée par un chiffre sur un écran, qui décrète que 90 viennent d'être créés *ex nihilo*. Certes, il existe des ratios qui limitent la quantité de crédit qu'une banque peut octroyer mais ces ratios sont assez facilement contournables (via la titrisation notamment) et, par ailleurs, lorsqu'une banque les dépasse (ce qu'elle constate toujours *ex post*), il lui suffit de se retourner vers la BCE pour se faire refinancer les réserves obligatoires qui lui manquent (et aujourd'hui cela se fait à un coût nul pour les banques, compte tenu des largesses de M. Draghi)⁴.

Une manière plus lapidaire de dire ce qui précède est la suivante : la première planche à billets de la planète, ce ne sont pas les dirigeants politiques qui ne penseraient qu'à dépenser toujours trop dans le but inavoué de se faire réélire ; ce sont les banques commerciales. Lesquelles ont créé des milliers de milliards au cours des dernières années⁵, certes pour prêter à l'économie mais aussi et surtout pour prendre des positions souvent catastrophiques, parfois extrêmement rentables, et toujours très dangereuses, sur les marchés financiers. (Moins de 10% seulement des transactions financières ont comme contrepartie une institution de l'économie "réelle".)

Que serait une "banque" qui n'aurait pas le droit de créer de la monnaie? Une institution financière non bancaire qui ne fera que redistribuer des liquidités préexistantes. En fait, la plupart de nos concitoyens pensent que les banques sont des "institutions financières non bancaires", puisque peu d'entre nous sont conscients du fait qu'elles font tourner la planche à billets toutes les fois qu'elles accordent un crédit.

2.2. Peut-on se contenter d'une institution financière non bancaire pour financer la transition?

Non, parce que les banques commerciales, depuis plusieurs années, ne financent plus le long terme de sorte que la transition écologique ne trouvera pas de financement tant que les seules sources de création monétaire seront les banques privées. Parce que, depuis 2009, elles ne financent plus le court terme non plus : n'en déplaise aux représentants des banques françaises qui affirment le contraire, le *credit crunch* (i.e., la restriction des crédits) est massif, et les premières pénalisées sont les PME, c'est-à-dire les emplois. Certes les banques peuvent rétorquer que la demande de crédit n'est plus là. C'est alors le diagnostic de « trappe à liquidités »⁶ qu'il faut évoquer et qui milite en faveur d'une action publique massive.

³ Ce qui n'empêche évidemment pas les banques de collecter aussi de l'épargne car elles augmentent ainsi encore leur capacité de prêts.

⁴ Pour être complet, il faudrait évoquer, ici, les ratios de liquidité et de capital propre, cf. Gaël Giraud, *Illusion financière – pourquoi les chrétiens ne peuvent pas se taire*, Ed. L'Atelier, 2012, chap. 5.

⁵ De 2001 à 2011 l'agrégat monétaire M1 est passé de 2096 à 4780 mds d'euros soit une croissance de 140% (BCE)

⁶ Voir Annexe sur la trappe à liquidité

Si la Banque de la transition n'est pas une banque, elle pourra tout au plus financer quelques dizaines de milliards ? La BPI par exemple ne pourra pas, dans le schéma actuel disposer de plus de 40 milliards d'euros dont une partie significative pourrait être utilisée pour soutenir des entreprises en difficulté,, ne serait-ce que pour trouver des prêts ,dans le contexte économique très difficile actuel. Mais elle ne sera pas la "banque de la transition" annoncée par le président. Si, au contraire, c'est une « vraie » banque, elle pourra faire grossir son bilan (par effet de levier) bien au-delà de ses capitaux propres en empruntant à la BCE (ou sur le marché) et elle pourra ainsi prêter jusqu'à 10 fois les quelques milliards mobilisés au départ (ses capitaux propres). 300 ou 400 milliards, voilà qui commence à devenir réaliste pour amorcer la grande bifurcation industrielle et sociale, dont nous avons besoin ("la transition").

3 Les points clefs d'un dispositif dont la colonne vertébrale serait une banque publique de la transition

Premièrement une opération d'une telle ampleur ne se conçoit que dans le cadre d'une politique d'ensemble qui associe une vision globale de la transition énergétique et écologique, un cap macroéconomique, des opérations d'information et de formation auprès des entreprises concernées, une communication massive pour mobiliser l'opinion publique et engager les acteurs privés et publics et, pour finir, des dispositions réglementaires et des outils de mesure adaptés pour susciter voire imposer les projets de la transition.

Il n'est pas du ressort de cette note de préciser ces dispositifs. Cependant, à titre d'exemple indiquons que, dans le domaine de la rénovation thermique du bâtiment, il sera nécessaire de mobiliser des incitations à faire, voire des obligations (dans le tertiaire par exemple), des aides de type Crédit d'Impôt Développement Durable, voire des subventions (pour les ménages démunis et en situation de précarité énergétique), des observatoires sur les prix des solutions, des audits des entreprises de rénovation dont les opérations bénéficient d'aides etc.

Deuxièmement la gouvernance de ce projet doit être exemplaire et répondre d'entrée de jeu aux soupçons de collusion et de clientélisme qui seront immédiatement présents.

Troisièmement, comme pour le grand emprunt, il sera essentiel de s'appuyer sur les structures existantes (agences nationales, régions et collectivités).

Quatrièmement le dispositif doit articuler une gouvernance au niveau national, pour les grandes orientations et les enveloppes financières et l'exécution qui doit se faire au niveau régional voire local. En effet, les projets à financer étant pour l'essentiel diffus (les grands projets énergétiques sont toujours adossés à des opérateurs dédiés) la bonne échelle de gestion est souvent territoriale. Comme il n'est pas question de créer un réseau d'agences, la banque de la transition est une tête de pont qui irrigue des structures en place.

4. Les objections à la naissance d'une banque *publique de la transition*.

Examinons les principaux arguments avancés contre la constitution d'une authentique banque de la transition.

4.1. La création monétaire serait inflationniste

La première série d'arguments est bien connue, c'est celle qui vise à discréditer toute forme de création monétaire. Celle-ci serait *ipso facto* inflationniste ; l'inflation d'aujourd'hui serait derechef l'hyperinflation de demain ; laquelle conduirait tout droit à l'arrivée au pouvoir de régimes non-démocratiques après demain. Toutes ces implications prétendument inexorables relèvent de préjugés. . *Primo*, si la planche à billets était toujours et partout inflationniste, il faudrait fermer toutes les banques du monde demain matin ! Puisque, redisons-le, la première

planche à billets de la planète, ce sont les banques privées. *Secundo*, les années 1970 ont connu une inflation à deux chiffres (provoquée par le double choc pétrolier, et aucunement par un prétendu laxisme des politiques) qui n'a pas dégénéré en hyperinflation. C'est donc la "preuve" du fait qu'une inflation significative ne conduit pas *ipso facto* à l'hyperinflation. *Tertio*, Hitler est arrivé au pouvoir démocratiquement, en 1933, non pas à l'issue d'une fièvre hyperinflationniste mais après 3 années d'austérité déflationniste menée par le chancelier Brüning (que l'histoire s'est empressée d'oublier).

Rappelons par ailleurs que, lorsque la monnaie prêtée a effectivement créé de la valeur, l'emprunteur est en général en mesure de rembourser son emprunt, de sorte que la monnaie créée peut être stérilisée. Qui doute que la transition écologique crée de la valeur économique? A l'inverse, les centaines de milliards empruntées à 1% sur 3 ans par les banques en février dernier dans le cadre du LTRO, ne sont pas prêtes de revenir dans le bilan de la BCE pour y être stérilisés. Il est de notoriété presque publique que beaucoup des banques ne parviendront pas à rembourser leur emprunt en 2015, de sorte que la BCE devra rouler leurs dettes pour leur éviter la faillite. Cette fois, il s'agit donc bel et bien de quasi-crédit monétaire (contrairement aux allégations de la BCE elle-même).

4.2. La création d'une banque publique créerait une distorsion de concurrence avec les banques privées

Autre objection parfois opposée : cela créerait une distorsion de concurrence avec les banques privées. Le tribunal de première instance de l'Union Européenne vient, en effet, de considérer que le statut d'EPIC⁷ offrait une garantie de l'Etat qui est en elle-même constitutive d'une aide d'Etat. Le fait que la Banque de la Transition bénéficie de la garantie explicite de l'Etat pourrait poser problème aux yeux du tribunal de l'Union. Argument très "intéressant" : ainsi un nouveau venu dans la cour de récréation, au lieu d'aviver la concurrence et d'être donc perçu comme un excellent moyen d'inciter tout le monde à être plus compétitif, cette fois, est compris comme une "distorsion" de concurrence... La Banque de la Transition disposerait-elle de privilèges auxquels les autres banques n'auraient pas accès ? Non : elle pourrait se refinancer au même taux (nul, en gros) que celui des banques privées ; elle jouirait de la garantie de l'Etat (comme les banques systémiques, BNP-Paribas, Société Générale, etc.). Peut-être, cependant, ce dernier argument dit-il "vrai" au sens où la création d'une vraie banque publique mettrait fin au monopole d'usage de la planche à billets dont jouissent actuellement les banques commerciales.

Notons aussi que les banques privées ne bénéficient pas de droit de la garantie d'Etat mais en disposent de fait puisqu'elles sont (presque) toutes « too big to fail ».

4.3. L'Etat ne doit pas utiliser la planche à billet

Autre raison plus profonde : la phobie à l'égard de l'usage public de la planche à billets. Tant que ce sont les banques privées qui l'utilisent, nul n'y trouve à redire. Pourtant, l'expérience n'a-t-elle pas montré qu'elles s'en servent mal ? Dès qu'il s'agit pour la puissance publique de créer de la monnaie pour, par exemple, financer le changement de société majeur que représente la transition écologique (et, au passage, amorcer le mouvement de sauvetage de l'économie européenne hors de la trappe à liquidité et, accessoirement, de la planète), là, ça coince : "créer une banque publique qui pourrait bénéficier des largesses de M. Draghi et faire elle-même tourner la planche à billets ? Vous n'y pensez pas...L'expérience du Crédit Lyonnais a montré qu'en France, nous ne savons pas diriger une banque publique ».

D'une part, l'expérience des 30 dernières années et, particulièrement des 4 dernières, devrait avoir montré que les banques privées n'ont pas été des modèles de gestion (rappelons que

⁷ Nous ne discuterons pas ici de l'argument strictement juridique qui est contournable en créant une Entreprise Publique à statut de droit privé (c'est ce que l'Etat a fait pour EDF et la Poste qui sont devenues des Société Anonymes).

Dexia promet de nous coûter plusieurs dizaines de milliards et que la Société Générale a été renflouée en 2008 à hauteur de 12 milliards par le contribuable américain, tandis que Natixis doit d'être encore vivante à l'Etat et aux caisses d'épargne). Derrière le prétendu "syndrome du Crédit Lyonnais" se cache une idéologie qui repose sur une forme de défiance à l'égard du politique : l'idée que les politiques sont de mauvais gestionnaires et qu'il faut réduire au maximum leur pouvoir économique et qu'il ne faut surtout pas leur donner le pouvoir monétaire. Comment ne pas voir l'arrière-fond antidémocratique de cette défiance à l'égard de l'exercice d'une politique publique ?

4.4. Il y a déjà surabondance mondiale et européenne de liquidités

Une quatrième objection est parfois invoquée par certains économistes. Au fond, il y a déjà surabondance mondiale et européenne de liquidités. Créer de la monnaie supplémentaire n'est sûrement pas la bonne idée. Contentons-nous de flécher intelligemment les liquidités existantes". On ne peut qu'être d'accord avec la première partie du diagnostic : les liquidités créées depuis plus de dix ans sont surabondantes (le taux de croissance de la base monétaire M0⁸ depuis le milieu des années 1990 est de 15%/an, et de 30%/an depuis 2008). Or --et c'est bien là un aspect essentiel du problème--- ces liquidités surabondantes sont déjà en train d'alimenter une nouvelle bulle sur les marchés financiers. Si les principaux indicateurs financiers ont retrouvé les niveaux qui étaient les leurs avant 2007, cela ne veut nullement dire que la zone euro est tirée d'affaire et que la croissance est pour demain matin. Que les places boursières commencent à retrouver le sourire veut simplement dire que les trillions qui ont été injectés dans les bilans des banques (en grande partie ruinées par les *subprimes*, encore aujourd'hui⁹) par les Banques Centrales depuis 5 ans commencent à sortir desdits bilans. Mais au lieu d'irriguer l'économie réelle, ils sont réinvestis dans des paris d'argent sur les marchés financiers (pas forcément le CAC 40 pour la France !) qui sont très largement déconnectés du réel -- sans même parler du "long terme" qu'est la transition. Autrement dit, dans la mesure où nous avons très peu fait pour réglementer les marchés financiers, le shadow banking et autres inventions récentes du secteur bancaire pour décupler l'effet de levier de leurs opérations en échappant à toute législation, les milliards qui courent entre Londres, Francfort, Singapour, New-York et les paradis fiscaux, ne viendront jamais spontanément financer des investissements réels énergétiques-climatiques. Ou seulement de manière extrêmement marginale. Si, d'ailleurs, il suffisait de canaliser intelligemment ces tombereaux de liquidités pour qu'elles aillent s'investir au bon endroit, point n'eût été besoin, pour Mario Draghi, de créer 1000 milliards à disposition des banques entre décembre et février dernier. Point ne serait besoin, aujourd'hui (avec l'OMT) d'assurer un crédit illimité aux banques. Même elles n'arrivent pas à orienter ces liquidités...

Le moyen de parvenir à réorienter ces liquidités (surabondantes), c'est, bien sûr, la réglementation des marchés, en vue d'y réduire autant que possible l'effet de levier des opérations qui y sont menées. Tant que celles-ci promettent des rendements sur action extravagants¹⁰, la transition écologique n'aura que très peu de chance d'attirer des investisseurs privés. Pourquoi ? Parce que les rendements financiers de la plupart des chantiers de la transition sont trop faibles et ne peuvent rivaliser avec les 15% par an que continuent d'exiger les actionnaires de la plupart de grands groupes du CAC40. Certes, on peut espérer que le mouvement de réglementation des marchés entamé par la Commission Européenne (en

⁸ C'est-à-dire la monnaie centrale (billets et compte courant des banques sur la banque centrale). Voir Patrick Artus, L'économie mondiale est dopée à la liquidité : que va-t-il se passer après ? Flash Economy, Natixis, 11 janvier 2012 – N°. 25, cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=61783

⁹ Quand bien même le régime d'exception comptable autorisé par l'IASB en décembre 2008 leur permet de ne plus afficher dans leur bilan les pertes causées par leurs actifs toxiques, les banques européennes n'ont pas réussi, à ce jour, à se débarrasser desdits actifs toxiques (qui les leur achèterait ?).

¹⁰ BNP-Paribas affiche encore 12% de ROE en 2012 et la majorité des poids lourds du CAC 40, 15%. Dans une économie qui ne croît plus, de tels "rendements" ne sauraient provenir d'investissements "réels".

particulier sous l'impulsion de Michel Barnier) permette d'y réduire suffisamment l'effet de levier de la plupart des opérations financières pour que celles-ci redeviennent "médiocres".

Néanmoins, une telle attente se heurte à un problème de calendrier : réorienter les trajectoires d'émissions de gaz à effet de serre est une action de longue haleine qu'il faut donc accentuer dès maintenant si l'on veut éviter un réchauffement de +4 à + 5°C. Il nous reste en Europe sans doute moins de 20 ans dans le domaine énergétique pour restructurer l'appareil de production d'électricité encore trop émetteurs de CO₂. Avons-nous les moyens d'attendre que le secteur bancaire relâche le *lobbying* très intense qu'il exerce sur la Commission Européenne pour que cette dernière ose, enfin, accélérer la réglementation ? Sachant que l'enjeu des prochaines années, pour la plupart des institutions financières, se trouve désormais dans le *shadow banking*, lequel échappe encore très largement à toute forme de réglementation, se contenter d'attendre relèverait de l'irresponsabilité historique.

Notons pour finir qu'un plan Marshall de la transition énergétique serait seul de nature à sortir l'Europe de la récession dans laquelle elle est engagée durablement. Il pourrait donc permettre à la BCE de reprendre ses prêts qui n'ont d'autre vocation que d'éviter les faillites bancaires. La BCE pourrait alors « siphonner » les liquidités en excès.

5 Impacts sur dette et déficits publics de ces dispositifs.

On sait que le cœur du Traité de l'Union Européenne (et notamment ses articles 123 et 124) vise à interdire le financement direct par la banque centrale de dépenses publiques.

Le dispositif proposé ne contredit pas ces articles : la Banque Centrale ne peut refuser de « refinancer » une banque publique qui lui apporte des collatéraux de qualité suffisante.

On sait également à quel point nos partenaires européens sont attachés à la « discipline budgétaire », et que les mécanismes de gouvernance européenne (TSCG et autres) la durcissent. Les carcans imposés aujourd'hui visent en effet au minimum à imposer qu'aucune dépense nouvelle ne soit engagée sans réduction d'autres dépenses, quelle que soit la nature des dépenses envisagées. Dans certains cas la potion est plus amère, et conduit à tailler dans les dépenses sans contrepartie pour tenter de dégager un solde budgétaire primaire (avant charges d'intérêt de la dette) positif.

La création de la banque publique de la transition pourrait donc être interprétée comme un moyen de contourner le traité de l'union et d'échapper à la discipline budgétaire.

Nous avons fait état dans cette note des principaux arguments macroéconomiques qui nous font penser que cette vision morale¹¹ de la gestion publique se heurtera violemment aux réalités économiques et sociales. Il n'en reste pas moins absolument indispensable de bien cadrer les dispositifs et de répondre à la question économique-juridique de la nature de ces financements.

Ces investissements doivent-ils être considérés comme un « déficit public » ? Non dans leur ensemble : si un ménage dépense en s'endettant auprès de la banque publique c'est lui qui fait la dépense et non l'Etat. Mais oui pour les opérations dont les collectivités publiques seraient les maîtres d'ouvrage. Elles seront a priori considérées comme des dépenses publiques (rénovation des bâtiments administratifs, des lycées, des hôpitaux, des prisons...) tout comme les dépenses des opérateurs publics qui pourraient être financés par la banque (SNCF et RFF pour la rénovation accélérée des réseaux et du matériel, ERDF et RTE pour les réseaux électriques etc.). Mais il est possible de contourner cette difficulté : une société qui financerait

¹¹ La morale en question étant quand même sur le fond discutable : est-il moral de faire supporter des plans d'austérité aussi douloureux aux peuples européens dans le but de sauver le système bancaire ? Est-il moral de donner de fait une garantie illimitée aux banques qui se sentent dès lors à l'abri des conséquences de leurs erreurs de gestion ? ? L'*aléa moral*, tant redouté dans le cas des Etats, est maximal pour les banques.

les économies d'énergie ou les renouvelables en tiers payant (l'investisseur se paie si et seulement si les factures d'énergie diminuent) fera un investissement privé, donc sa dette sera privée... Cette solution limitera l'impact sur les déficits, dans les cas par exemple de rénovation « payée » par leur retour en diminution de facture énergétique, ce qui n'est cependant pas toujours le cas.

Il semblerait logique de sortir ces investissements publics (qui ne sont donc pas le total du programme de financement de la transition) des dépenses comptabilisées dans le calcul du déficit public, pour en faire une ligne spécifique, sortie du ratio de déficit public (courant ou structurel peu importe ici) visant à limiter les déficits courants. Logique car l'ambition est bien d'initier une transformation en profondeur de la société et des modèles de production et de consommation. Logique car il est néanmoins indispensable de mesurer et de suivre l'ampleur de ce chantier et la part qu'y prennent l'Etat et les administrations publiques.

L'argument consistant à évoquer, face à une telle proposition, l'intangibilité du TUE ne résiste évidemment pas une seconde à l'analyse quand on sait l'ampleur des dérogations de fait qu'il a bien fallu accepter dans les 4 dernières années et quand on se rappelle qu'Angela Merkel est prête à proposer un nouveau traité ! A l'évidence le sujet premier sera d'obtenir un accord politique européen sur la nécessité absolue, tant pour des raisons économiques que sociales et écologiques de mettre en œuvre un programme de grande ampleur. Il faudrait rappeler ici que l'Allemagne n'est pas vraiment en reste sur la transition énergétique, comparée à la France... Elle a aussi des investissements très importants à réaliser.

Du côté de la dette publique, le total des prêts accordés par la banque publique doit-il venir gonfler la dette publique ? Plus précisément les prêts qu'elle doit ajouter à ses capitaux propres, pour pouvoir fonctionner et prêter, feront-ils partie ou non de la dette publique ?

En France et en Europe le calcul de la dette publique (en particulier son périmètre) est encadré par les règles communes de comptabilité nationale SEC95¹². La définition de l'INSEE est la suivante¹³ : « La dette au sens de Maastricht couvre l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux : l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale. »

Les deux points importants pour répondre à la question sont donc le statut et l'activité de la banque publique de la transition. La typologie des contreparties (marché vs. BEI/BCE) auprès de qui elle aura emprunté pour se financer n'influent pas sur la réponse à la question, ou en tout cas ça n'est pas dans les textes disponibles. Donc si on considère la création d'une banque publique de la transition sous la forme d'un EPIC ou d'une entreprise publique à statut de droit privé (pour répondre aux critiques de l'Europe par rapport au statut d'EPIC) et que celle-ci a une activité de type commercial ou assimilé, alors sa dette ne rentrera simplement pas dans le périmètre usuel de la dette publique française. C'est exactement le même cas que ce qui se fait aujourd'hui pour la CDC, l'AFD ou la RATP, entre autres¹⁴.

Remarque : la banque publique de la transition sera évidemment en situation de prêter à des collectivités locales ou à des EPA. La dette contractée par ces derniers est, elle, comptabilisée dans la dette publique. Tout comme on a vu plus haut que ces dépenses seraient incluses dans un « déficit » à isoler, sauf mécanisme de tiers financeur.

¹² Voir http://europa.eu/legislation_summaries/budget/l34005_fr.htm

¹³ Voir <http://www.insee.fr/fr/methodes/default.asp?page=definitions/dette-sens-maastricht.htm>

¹⁴ Voir « Etablissements publics : des situations diverses, des critères de notation communs », Rapport Spécial, Fitch Ratings (Aout 2011)

Annexe : la trappe à liquidité

La trappe à liquidité¹⁵, de quoi s'agit-il ?

Gaël Giraud, CNRS

Avant d'être un « état » de l'économie, la trappe est le résultat d'une histoire. Laquelle fait intervenir l'un des deux scénarii suivants¹⁶

1/ une économie où les agents sont « très endettés » (comme le sont les économies occidentales aujourd'hui) s'engage logiquement dans un mécanisme de désendettement : tout le monde vend des actifs pour récupérer du cash, en vue de payer ses échéances de dette. Ces ventes massives exercent une pression à la baisse du prix des actifs. La baisse générale des prix provoque un renchérissement de la valeur nominale des dettes. Si la baisse des prix d'actifs est plus rapide que le désendettement des acteurs les plus lourdement endettés, une spirale perverse peut s'enclencher : plus on se désendette, plus le poids de la dette augmente... Le processus peut faire intervenir le jeu de la devise nationale (laquelle s'effondre du fait de la récession induite par le désendettement, provoquant à son tour un renchérissement du poids des dettes libellées dans des devises étrangères) : c'est ce qui s'est passé en Indonésie en 1998 ou en Argentine en 2002, par exemple.

2/ Même quand la spirale précédente ne se met pas en marche, le processus de désendettement provoque un transfert de richesses¹⁷ : typiquement, s'il y a des acteurs très endettés, c'est qu'ils ont emprunté à d'autres (leurs créanciers). Cela veut dire qu'au cours de la phase haussière du cycle du levier¹⁸ qui a précédé la phase baissière de désendettement, les plus optimistes se sont endettés pour réaliser leurs opérations. Ce sont eux qui pilotent les prix des actifs sur les grandes enchères internationales que sont les marchés financiers parce qu'ils sont prêts à acheter à des prix qui reflètent leur optimisme. Une fois la panique survenue, ils cherchent à se désendetter, ce qui revient à transférer leur richesse vers ceux qui leur ont prêté et qui sont, en moyenne, plus « pessimistes » (sinon, dans l'étape précédente, ils auraient emprunté au lieu de prêter). Pour ces créanciers pessimistes, les actifs valent moins que ce que croyaient les acheteurs par beau temps. Du coup, ceux qui s'enrichissent grâce au processus de désendettement (les prêteurs qui récupèrent leurs créances) ne sont plus prêts à acheter au même prix que leurs prédécesseurs, mais à un prix significativement inférieur. Du coup, les prix d'actifs baissent.

Le plancher des taux d'intérêt

Personne ne conteste que l'Europe, les Etats-Unis et le Japon soient globalement dans cette phase baissière de désendettement (privé et public). Le débat se situe autour de la question de savoir si cela peut mener à une trappe à liquidité. A l'issue de l'un des deux scénarii précédents, la trappe est le phénomène suivant : pour réduire le poids des dettes, la Banque Centrale peut chercher à réduire le taux d'intérêt directeur que, pour simplifier, on peut assimiler au taux d'emprunt auquel tout le monde fait face. Ce taux nominal se heurte à un plancher : 0%. Il ne peut pas être négatif... Si les acteurs économiques sont convaincus que les prix ne grimperont pas demain, ils absorbent les liquidités injectées à taux nul par la Banque Centrale et n'en font rien d'autre, pour ceux qui ont des dettes, que de rembourser leurs traites. Les encaisses des

¹⁵ Le terme est dû à l'économiste Keynes,

¹⁶ Ou, éventuellement, les combine, selon les auteurs, Irving Fisher, Hyman Minsky, Richard Koo, Paul Krugman...

¹⁷ John Geanakoplos, de Yale, a fourni la démonstration rigoureuse du phénomène. Voir <http://cowles.econ.yale.edu/faculty/geanakoplos.htm>

¹⁸ Le cycle du levier c'est le fait qu'en période d'euphorie les banquiers prêtent facilement et permettent aux financiers de réaliser des opérations à très fort effet de levier et inversement quand l'avenir est sombre, à leurs yeux, ils se limitent à des opérations à effet de levier faible...

créanciers gonflent mais ne sont pas investies dans l'économie réelle. Pourquoi ? Parce que les créanciers eux-mêmes attendent la fin du processus pour acheter (ils savent bien que les prix baissent). Tout le monde attend, donc, que le processus de désendettement touche le fond. Sauf qu'à cause de 1/ et 2/, il peut ne pas s'arrêter. Dans ce cas, l'argent prêté par la Banque Centrale lui reviendra à échéance du prêt, sans avoir irrigué l'économie. La Banque Centrale peut bien continuer à jeter de l'argent depuis son hélicoptère, cela ne sert plus à rien. C'est exactement dans ce piège que le Japon est enlisé depuis presque vingt ans.

Le jubilé¹⁹ ou bûcher des dettes : une vraie solution économique

Fondamentalement, ce qui permet d'en sortir, c'est le changement de point de vue d'une masse critique de créanciers qui anticipent que les prix vont monter. Autre « sortie du tunnel » possible : une masse critique de débiteurs renoncent à rembourser leurs dettes. A la suite de quoi, les uns comme les autres se remettent à produire et acheter. C'est pour cette raison que, n'en déplaise aux créanciers, l'annulation des dettes est un bon moyen de permettre à une économie de ne pas se désintégrer (comme le fait la société grecque en ce moment). A ceux qui sont scandalisés par l'idée qu'une dette ne soit remboursée, rappelons que les banques commerciales créent la plus grande part de la monnaie qu'elles prêtent. Créer cette monnaie ne leur coûte (presque) rien. Lorsque la société des débiteurs est au bord de l'implosion, est-ce donc si immoral de renoncer à rembourser un argent qui n'a (presque) rien coûté à personne ?

La trappe, ça se prouve comment ?

Comment peut-on détecter empiriquement une trappe à liquidité ? Il y a un faisceau de variables qui, en convergeant, donnent une bonne présomption (et peut-on espérer davantage que de solides présomptions, en économie²⁰, sur ce type de sujet ?)

a/ l'économie concernée est bel et bien dans un processus de désendettement massif;

b/ les prix de certains actifs, autrefois en hausse très rapide, connaissent (ou ont connu) une chute brutale. C'est un symptôme du fait que le mécanisme 1/ était à l'œuvre.

c/ la croissance du PIB est en berne

d/ les enquêtes sur le « moral » des troupes indiquent que tout le monde est très pessimiste sur l'avenir ;

e/ le taux de la Banque Centrale touche son plancher. C'est l'élément clef : celui de la Federal Reserve²¹ aux Etats-Unis et des Banques Centrales du Royaume-Uni et du Japon est nul. Celui de l'eurozone est très faible (1% à 3 ans) : si l'on tient compte de l'inflation, le taux réel européen est nul, sinon négatif.

¹⁹ L'idée jubilaire est issue de la tradition juive, et par suite, biblique, exprimée dans le Lévitique. Le jubilé consistait à organiser un nouveau partage tous les quarante neuf ans, suivi d'une année sans travaux agricoles. Il proclamait la libération des Hébreux qui avaient perdu leur statut d'hommes libres.

²⁰ L'économie est bien loin d'être une science exacte, même si elle manipule chiffres et modèles. Restons modeste !

²¹ Songeons au plan de sauvetage des banques nord-américaines tenu secret par la Fed jusqu'en décembre dernier, et révélé par Bloomberg, au terme duquel la Banque Centrale américaine a prêté des centaines milliards aux banques au taux de 0,01% !

Trappe et crise énergétique

C'est là qu'une option d'interprétation peut être prise : nous n'observons pas l'inflation nulle que nous devrions avoir si l'Europe était (déjà) dans la trappe à cause de la hausse du coût de l'énergie. Cette hausse, d'ailleurs, n'est pas a priori incompatible avec une récession induite par le désendettement prolongé —de même que nous avons connu la « stagflation » durant les années 1970. Or, si c'est uniquement à cause de l'énergie que l'inflation européenne n'est pas négligeable, cela veut dire que nous pourrions fort bien avoir déjà « un pied dans la trappe ».

l'argent injecté par les Banques Centrales n'irrigue pas l'économie : c'est assez clair pour les centaines, voire milliers, de milliards que la BCE accorde aux banques commerciales depuis 2008. Les banques elles-mêmes sont engagées dans un long processus de recapitalisation (à cause de la chute du prix des actifs dans leurs bilans) et se contentent d'absorber la liquidité sans la prêter à l'économie réelle. Le circuit « à la japonaise » qui est en train de se mettre en place entre la BCE, les banques et les Etats européens : la monnaie se meut en circuit fermé entre la BCE, les banques et les Etats sans irriguer l'économie réelle.

Rappel sur le circuit « à la japonaise »²²

La BCE rachète aux banques commerciales les titres de dette publique dont ces dernières ne veulent plus par crainte d'avoir à assumer le défaut souverain d'un Etat. Ce faisant, la BCE dégrade considérablement la qualité des actifs à son bilan et injecte de l'argent frais dans le bilan des banques de second rang. Cette monnaie est immédiatement "pompée" vers la BCE qui l'emprunte aux banques privées (moyennant un taux d'intérêt !). En somme, la BCE échange les coupons des obligations d'Etat contre le taux qu'elle verse aux banques pour lui avoir prêté la liquidité qu'elle vient de leur donner... Liquidité qui ne passe jamais par la case "économie réelle". Ce circuit est à peu près celui que la Banque Centrale du Japon a mis en place depuis des années. Dans le même temps, la BCE prête aussi des liquidités aux banques (prêt de 1000 milliards à 1% sur 3 ans en décembre 2011 et février 2012). Une partie de cet argent est immédiatement replacée par les banques en facilités de dépôt de bilan à la BCE. Le reste est investi en titres de dette publique "pourrie" (par exemple italienne) à 5% (sur 3 ans également), lesquels titres servent de collatéral à une partie du prêt de la BCE.

Deux issues possibles à ce mécanisme compliqué : dans 3 ans, si l'Etat italien n'a pas fait défaut, les banques auront perçu les coupons de la dette italienne déposée en pension à la BCE sous forme de collatéral, donc elles auront fait un « arbitrage » (un gain) de 4% — ce qui est énorme. En revanche, si l'Italie restructure sa dette, la valeur du collatéral déposé à la BCE deviendra probablement inférieure à celle de la partie du prêt de la BCE gagée sur les titres publics italiens. Les banques privées pourront alors renoncer à rembourser leur emprunt et laisser la BCE "saisir" leur collatéral. L'emprunt sera devenu un don gratuit d'argent frais et la BCE se sera transformé en gigantesque fond spéculatif truffé de titres "pourris". On pourrait croire que, cette fois, de l'argent atterrit bel et bien dans l'économie réelle puisque les Etats en difficulté (l'Italie dans notre exemple) récupèrent cet argent. En réalité, une fraction majoritaire (80%?) de cette monnaie sert à rembourser les créances antérieures de l'Italie, i.e., est renvoyée dans les bilans des banques européennes, qui l'utilisent pour combler les trous noirs creusés dans leurs bilans par leur mauvaise gestion.

Le second volet de ce scénario (prêt collatéralisé) est actuellement nié par les banques, qui prétendent n'avoir pas acheté de dette italienne avec l'argent que leur a prêté la BCE en décembre. On veut bien les croire, sauf que :

²² Voir aussi le site de Paul Krugman : <http://web.mit.edu/krugman/www/jpage.html>

- à leur place, qui refuserait d'entrer dans un circuit qui rapporte 4% sur 3 ans dans le pire des cas et permet, dans tous les cas, aux banques de continuer à se débarrasser de leurs titres de dette « pourris » ?

- même si elles le faisaient, les banques n'auraient pas intérêt à le dire, afin de n'avoir pas à se justifier de prêter à 5% de l'argent qu'elles ont emprunté à 1%. Qu'elles prétendent ne pas le faire ne fournit donc aucune information crédible.

Sans ce second volet, le premier atteindra vite sa limite : une fois que les banques auront vendu à la BCE la totalité de leurs titres publics, comment la BCE parviendra-t-elle à faire acheter les nouveaux titres sans monétiser (puisqu'elle refuse, pour l'instant, de monétiser et puisque les dettes publiques vont continuer d'augmenter du fait des plans d'austérité) ? Le seul moyen d'y parvenir ne consiste-t-il pas, justement, à prêter de l'argent aux banques pour qu'elles achètent de la dette publique ?