



Institut Veblen pour les réformes économiques

COVID-19 ET TRANSITION ÉCOLOGIQUE

Pour sortir de la crise : repensons la monnaie

Entretien avec Laurence Scialom* et Baptiste Bridonneau*

27 MAI 2020

La pandémie de Covid-19 et le ralentissement brutal de l'économie mondiale frappent des sociétés déjà fragilisées par l'urgence écologique et la crise sociale. Si elles n'ont pas la même nature et la même temporalité, ces trois crises sanitaire, environnementale et sociale sont profondément imbriquées l'une dans l'autre. De nombreux experts font le lien entre la perte de la biodiversité et l'apparition de nouvelles épidémies et rappellent que les risques sanitaires devraient s'accroître avec le dérèglement climatique. Les populations les plus vulnérables payent un lourd tribut et se trouvent les plus exposées à la pandémie. Ces crises nécessitent ainsi des réponses articulées et cohérentes.

Dans ce dossier, nous proposons quatre entretiens pour analyser les premières réponses données mais aussi pour alimenter le débat sur comment aller plus loin. Car, au sortir du confinement, il faudra accélérer la transition écologique au lieu de vouloir retourner au modèle économique d'hier. Dominique Méda et Michaël Zemmour évoquent comment protéger les travailleurs et renforcer notre modèle de protection sociale. Jézabel Couppey-Soubeyran, Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau reviennent sur le rôle de la politique monétaire et de la régulation financière pour gérer le coût de la crise tout en orientant les flux financiers dans le sens souhaitable.

Dans cet entretien, Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau donnent un état des lieux des principales menaces que la crise du Covid19 fait planer sur le système bancaire et financier européen. Pour gérer la crise tout en préparant l'avenir, ils proposent l'annulation des dettes détenues par la BCE, avec une conditionnalité écologique.

*Professeure des universités à l'université Paris Nanterre, EconomiX UMR 7235

*Doctorant à l'université Paris Nanterre, EconomiX UMR 7235.

Nos publications récentes

NOTES & ÉTUDES

[Le travail à l'épreuve du Covid19](#). Mai 2020, Dominique Méda

[Protection sociale : quelles nouvelles solidarités face à la crise ?](#) Mai 2020, Michaël Zemmour

[Quels instruments monétaires et financiers face à la crise du Covid-19 ?](#) Mai 2020, Jézabel Couppey-Soubeyran

[De la monnaie hélicoptère pour affronter la crise sanitaire](#), avril 2020, Anastasia Melachrinou & Jézabel Couppey-Soubeyran

[Réussir le « Green Deal » : un programme social-écologique pour sortir l'Europe de la crise](#), mars 2020, par Wojtek Kalinowski, Julien Hallak & Mathilde Dupré

[Un « drone monétaire » pour remettre la politique monétaire au service de tous](#), janvier 2020, sous la direction de Jézabel Couppey-Soubeyran, avec Emmanuel Carré, Thomas Lebrun & Thomas Renault

[Un accord perdant-perdant. Analyse préliminaire de l'accord de commerce entre l'UE et le Mercosur](#), novembre 2019, par Mathilde Dupré

[« Libra : risques de fragmentation monétaire et comment y répondre »](#), octobre 2019, par Nicolas Dufrêne

[Mettre le commerce au service de la transition écologique et sociale](#), octobre 2019, par Mathilde Dupré & Samuel Leré

LIVRES

[Pour une écologie numérique](#), par Eric Vidalenc, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2019.

[Devoir de vigilance. Une victoire contre l'impunité des multinationales](#), par Olivier Petitjean, ECLM, octobre 2019.

POUR SORTIR DE LA CRISE : REPENSONS LA MONNAIE

ENTRETIEN AVEC LAURENCE SCIALOM ET BAPTISTE BRIDONNEAU

27 MAI 2020

Association à but non lucratif, l'Institut Veblen promeut les idées économiques et les politiques publiques qui font avancer la transition écologique. À travers nos publications et nos actions nous œuvrons pour une économie plus juste et respectueuse des limites physiques de la planète.

www.veblen-institute.org

Nous sommes soutenus dans notre mission par la Fondation Charles-Léopold Mayer.



Quelles sont les principales menaces que la crise du Covid-19 fait planer sur le système bancaire et financier européen ?

Laurence Scialom : Contrairement à la crise de 2008, cette crise vient de l'économie réelle et résulte d'une volonté politique de mise à l'arrêt de nos économies pour des raisons de santé publique. Cela montre que, face à des risques majeurs, nous sommes capables de changer radicalement nos modes d'organisation. J'ajouterais que c'est une crise d'offre et de demande. La mise sous cloche des économies a gelé le commerce international, ce qui a été l'occasion de révéler les fragilités liées à la longueur excessive de nos chaînes de valeur et à l'abandon de certains secteurs stratégiques. On le voit avec la production de masques et de médicaments. À l'occasion de cette crise, ces fragilités ont été perçues par tout un chacun. Ce choc s'accompagne aussi d'un contre-choc pétrolier, expliqué en partie par des raisons géopolitiques qui font partie du panorama global. Il fragilise les secteurs du pétrole de schiste américain et canadien qui sont fortement endettés. Une grande partie des prêts à effet de levier (*leveraged loans*) américains sont concentrés sur ce secteur, et ces dettes sont titrisées. Si le robinet est ouvert pour aider ce secteur, il est depuis longtemps très peu solvable, très endetté et connaîtrait des faillites en chaîne actuellement s'il n'était pas aidé.

Ce choc intervient aussi dans un contexte d'accumulation de grandes fragilités par notre régime de croissance financiarisé, dans lequel la croissance d'un point de PIB entraîne une augmentation plus que proportionnelle de la dette. De nombreuses alertes avaient déjà été données en France : le Haut Conseil de stabilité financière avait notamment épinglé le surendettement des entreprises françaises.

À ce titre, la réaction du gouvernement, qui a été de garantir des prêts et de reporter des charges, n'a fait qu'ajouter de l'endettement à une situation déjà fragilisée, alors que personne ne s'attend à une reprise fulgurante – ce qui fait craindre des faillites en chaîne.

Si l'on regarde les réformes mises en œuvre après 2008 pour renforcer la résistance du système financier et réduire son instabilité, le constat est qu'on est restés au milieu du gué. On ne peut pas dire que rien n'a été fait, les banques sont effectivement mieux capitalisées qu'il y a dix ans, mais on ne peut pas pour autant dire qu'elles le sont suffisamment. Face à une crise comme celle que nous connaissons, le ratio de capital sur les actifs pondérés par les risques donne une vision faussée de la solvabilité des banques car les risques tels qu'ils sont appréhendés sont totalement sous-estimés. Il faut rappeler ici que le calcul des risques et donc le calcul du dénominateur du ratio de capital réglementaire sont faits à partir des données du passé. Ce qui signifie que les modèles utilisés sont totalement inadéquats pour calculer des risques liés à des événements très rares ou inédits mais ayant des effets économiques massifs comme la crise actuelle. Le dénominateur est très sous-estimé. En d'autres termes, le ratio de capital pondéré par les risques donne le sentiment que les banques sont plus solides qu'elles ne le sont en réalité.

Si l'on regarde les ratios de levier, plus d'un tiers des banques systémiques ne sont pas capables d'absorber un choc simplement comparable à celui de 2008. Cela veut dire que même si la garantie des crédits par les États écarte dans un premier temps le risque d'une recapitalisation bancaire, la montée des créances douteuses au bilan des banques risque de ne pas être gérable. Un tel événement a de grandes chances de se produire, il suffit d'une vague de faillites et/ou d'un krach immobilier massif. En un mot, les banques sont pour l'instant sous assistance respiratoire grâce à l'action de la BCE et aux garanties de prêts par l'État, ce qui est très bien. Elles restent

incapables de faire face par elles-mêmes aux conséquences économiques de la crise à plus long terme, que ce soit une deuxième vague épidémique qui nécessiterait un reconfinement, une reprise trop atone voire inexistante, ou pire. Comme la réforme de la structure des banques n'a pas été faite, un établissement en faillite devrait être sauvé dans son intégralité, autant la partie banque commerciale que la partie banque d'investissement. Une séparation des activités aurait permis de rendre le processus de résolution beaucoup moins lourd et de cantonner l'engagement potentiel des États aux activités bancaires les plus utiles pour l'économie, celles qui gèrent les dépôts et font du prêt aux ménages et aux PME.

Ces fragilités s'ajoutent à des risques importants pour les assureurs ainsi que pour les épargnants, ce qui laisse penser que cette crise ne sera pas qu'un choc transitoire et mettra le système financier à rude épreuve.

Enfin, la soutenabilité des dettes souveraines, bien que moins inquiétante que la question de la dette privée, peut devenir un très grand sujet d'inquiétude car la résurgence d'une crise des dettes souveraines dans la zone euro porte en elle le potentiel éclatement de la zone.

Comment le débat sur la gestion des coûts de la crise du Covid s'est-il posé dans l'UE ?

Baptiste Bridonneau : Le principal problème vient du fait que les pays les plus financièrement touchés par le Covid sont les pays qui ont déjà été excessivement mis à mal par les crises initiées en 2008. Manquer de solidarité à leur égard et leur demander encore plus d'efforts – alors qu'ils ne sont pour rien dans les dégâts générés par la maladie – risque de déboucher sur une dangereuse montée des populismes. Les enjeux ne sont pas qu'économiques, il y a également un risque de rejet franc et massif de la zone euro, voire de l'UE, qui peut mener à son éclatement.

Face à l'arrêt des économies, on a mis en place, à raison, des plans de soutien aux entreprises, aux banques, aux travailleurs. Le problème est que ces plans coûtent extrêmement cher et alourdissent des niveaux de dette déjà importants en Italie, en Espagne et en France. Ces niveaux étaient si importants avant le Covid qu'ils ne laissaient déjà que peu de marge de manœuvre à la politique budgétaire. C'est un problème car la politique monétaire a atteint ses limites. Il est grand temps d'activer le levier budgétaire afin, par de la commande publique, de permettre une reprise écologique et sociale, avec un renouvellement des infrastructures et des services publics. Au moins pour que l'État crée un effet d'entraînement au début. Comment activer ce levier budgétaire ? Le débat sur les « Coronabonds » a mis sur la table la question de la mutualisation d'une partie des dépenses publiques, peu probable à l'échelle de tous les pays car seuls ceux qui le souhaitent y participeraient. Beaucoup d'arguments qu'on a pu lire contre les « Coronabonds » renvoient à des idées reçues déjà exprimées pendant la crise des dettes souveraines, comme le fait que l'endettement serait le reflet d'un laxisme budgétaire, qu'il s'agirait de faire payer aux populations. Pourtant, l'Allemagne elle-même n'a pas respecté le Pacte de stabilité et de croissance de 2001 à 2005. De toute manière, la crise actuelle n'a rien à voir avec du laxisme budgétaire, puisque l'endettement supplémentaire provient d'une crise sanitaire. La teneur des débats montre malheureusement qu'un mode de financement solidaire à l'échelle européenne – c'est-à-dire demandant de véritables transferts –, qui pourrait servir l'urgence sanitaire comme écologique et sociale, n'est pas à l'ordre du jour. Là, on cherche simplement à utiliser les leviers existants, mais à mon sens insuffisants, comme le Mécanisme européen de stabilité (MES) ou la

Banque européenne d'investissement (BEI). On met entre parenthèses le Pacte de stabilité et de croissance qui impose des équilibres budgétaires, juste pour financer le surcroît de dépenses liées au Covid-19. Au fond, le projet reste le même : l'assainissement des finances publiques à plus long terme et les réformes structurelles comme horizon indépassable.

Laurence Scialom : On pourrait être tenté de dire qu'on fait la même chose qu'en 2008, mais c'est bien pire car il ne s'agit pas d'une crise financière, la vie humaine est directement touchée. La position des pays du Nord, leur manque de solidarité, est d'autant plus inacceptable qu'elle n'est pas seulement économiquement inefficace mais aussi éthiquement répréhensible – et provoquera un rejet encore plus fort de l'UE.

Baptiste Bridonneau : En faisant cela, on crée les conditions politiques d'un éclatement. Les Italiens font très concrètement l'expérience d'une stagnation économique, d'une dégradation des services publics et d'un manque total de solidarité de la part des autres États membres. Quel avantage ont-ils dans ce cas à rester dans la zone euro et l'UE ? Ce qu'il se passe est extrêmement grave.

Comment explique-t-on une telle incapacité à mobiliser d'autres outils que ceux de l'après-2008 ?

Baptiste Bridonneau : Comme je l'ai souligné, le problème est autant politique qu'économique. Les propositions doivent donc réussir à lier ces deux aspects. L'enjeu est de trouver une solution de financement qui aille au-delà de la rustine et du *statu quo*, qui soit capable de fixer un cap. À côté de l'impôt et de la dette, il faut imaginer des dons monétaires de la part de la banque centrale comme levier alternatif de financement. Cela peut prendre la forme d'une distribution directe de monnaie aux entreprises, aux États ou aux ménages. Bref, il s'agit de « monnaie hélicoptère ». Quel sens politique donner à cette proposition économique ? Il faut que la mise en place de cette solution monétaire soit l'occasion d'un véritable débat démocratique, sur ce que nous souhaitons financer à l'échelle européenne et sur quel type de société ce financement doit valider. Dans ce cas, il vaut mieux que la monnaie soit distribuée aux États, pour que son affectation fasse l'objet d'une délibération collective.

Laurence Scialom : À ce point précis de la réflexion, on se heurte aux dogmes néolibéraux sur le rôle de la monnaie et de la banque centrale dans l'économie. Toute proposition de ce type va donc paraître iconoclaste à quiconque a été en contact avec l'économie dominante ces quarante dernières années. Il est très symptomatique de voir dans les débats revenir le spectre de l'inflation. Non seulement cette préoccupation est complètement hors-sol vu le comportement de nos économies depuis la crise, plutôt menacées par la déflation, mais donne aussi une vision totalement erronée de ce phénomène. Dans le raisonnement de nos dirigeants comme de beaucoup d'économistes, il n'y a aucune profondeur historique, la monnaie et la finance sont comprises comme des systèmes au fonctionnement immuable, détachés de toutes conditions historiques. Nous l'avons d'ailleurs constaté dans notre étude sur l'enseignement de la finance, qui n'a pas vraiment changé depuis la crise¹. Regardons plusieurs décennies en arrière pour dépasser les poncifs habituels sur des épisodes hyperinflationnistes très circonscrits dans le

¹ Jézabel Couppey-Soubeyran, Laurence Scialom *et alii*, « Dix ans après la crise financière, comment enseigne-t-on la finance ? », 8 décembre 2018, Institut Veblen

temps et l'espace. En prenant la période de l'après-guerre dans les pays développés, on comprend que l'inflation peut être un phénomène durable, constitutif d'un certain régime de croissance, traversé par des conflits de répartition, et que celle-ci a pu permettre un désendettement massif des économies. Il faudrait comprendre que les régularités macroéconomiques ne sont pas immuables et sont institutionnellement situées, sortir d'une espèce de dogme qui enferme toute la discipline économique. On en est à dire que redonner des marges budgétaires aux États, éventuellement au prix d'un rythme maîtrisé d'inflation légèrement supérieur, serait transgressif. Pourtant, une telle proposition ne l'est ni au regard de l'histoire des faits, ni même par rapport à l'histoire des idées économiques ! De la même manière, la question du « guidage » de la création monétaire des banques de second rang et/ou de la banque centrale vers des investissements au rendement social élevé mais qui, en raison d'un couple rendement/risque anticipé peu attractif, sont sous-financés par les marchés ou les banques, semble transgressif aujourd'hui. Pourtant, les politiques du crédit étaient au cœur de la politique monétaire après la Seconde Guerre mondiale. Elles ont gouverné la reconstruction. En France, le choix des secteurs prioritaires était discuté au sein du Conseil national du crédit créé en 1946, qui comprenait des représentants des ministères, du patronat et des syndicats des différents secteurs. Rétrospectivement, la conception de la politique monétaire qui s'est imposée depuis les années 80 semble très pauvre, se focalisant uniquement sur les taux d'intérêt ou le contrôle de la masse monétaire et faisant l'impasse sur une multiplicité d'autres instruments plus ciblés et sur la légitimité démocratique des choix opérés.

C'est d'autant plus fou qu'on ne compte plus les célébrations d'une remise en cause de la pensée économique standard après 2008 par une grande partie des économistes, alors que ceux-ci, en totale dissonance cognitive, utilisent globalement les mêmes théories et les mêmes outils. C'est la même chose, et c'est encore plus grave, du point de vue des décideurs. L'armature intellectuelle héritée des années 1980 reste ce qu'on considère comme du « bon sens », malgré toutes ses invalidations par les faits. Bien sûr, on comprend qu'il soit difficile de se départir d'autant de certitudes, notamment sur l'existence d'un « consensus » chez des économistes garants du discours scientifique contre les « autres », il faut imaginer à quel point nos hauts fonctionnaires ont été biberonnés à ces approches.

Baptiste Bridonneau : Le débat sur la possibilité de la BCE d'octroyer des dons aux États est difficile, parce qu'il se heurte à l'idée faussement intuitive qu'il n'y a pas d' « argent magique ». Si l'État récupère de l'argent quelque part, on se dit que quelqu'un aura forcément à rembourser. On a ancré dans nos têtes l'idée qu'il n'y a que deux types de financement : les ressources propres et la dette. Pour une entreprise, ça consiste à financer ses dépenses par l'autofinancement ou la dette ; pour l'État, à financer ses dépenses par l'impôt ou la dette. Prenons le cas de l'État. La réaction immédiate à une dépense, c'est de se demander « qui paie en retour » : si on finance une dépense par les impôts, ce sont les contemporains ; si on finance une dépense par la dette, ce seront les générations futures. Or il y a une alternative au financement des dépenses par « fonds propres » ou la dette : on peut financer des dépenses publiques par des dons. La banque centrale est le seul agent qui a la capacité d'octroyer ces dons sur une longue période, puisqu'il lui suffit de créer de la monnaie pour le faire. Si les banques de second rang ont également un pouvoir de création monétaire a priori illimité, il n'en demeure pas moins qu'elles restent endettées les unes auprès des autres, et que ces dettes interbancaires se règlent dans une monnaie banque centrale sur laquelle elles n'ont pas de pouvoir de création. La banque centrale est donc bien la seule institution qui a un pouvoir de création illimité et qui n'est endettée auprès de personne, si ce n'est auprès de la société dans son intégralité, puisque la société lui confie la

gestion de la monnaie, qui est un bien commun. Pour ne rien devoir à personne, il suffit à une banque centrale de ne pas rémunérer les dépôts des banques de second rang auprès d'elle, ce qui est tout à fait possible ; en témoignent les taux négatifs sur les réserves excédentaires des banques auprès de la BCE aujourd'hui. À ce titre, la transposition des règles de comptabilité d'une banque privée à une banque centrale nous trompe totalement quant à la *nature* différente de ces deux types d'institutions : on peut croire qu'il faille qu'un bilan de banque centrale soit équilibré comme pour une banque de second rang. C'est faux : la banque centrale a une grande flexibilité sur la taille de ses passifs, puisqu'il s'agit de la monnaie qu'elle crée elle-même et qui n'est pas une dette. Contrairement à un agent économique classique, un État financé par sa Banque centrale n'a pas de contrainte budgétaire, si sa Banque centrale peut *émettre* autant de monnaie que nécessaire au financement des dépenses publiques, tant que la monnaie reste acceptée par tous. La seule limite au financement d'un État par des dons de sa banque centrale est donc celui-là : que la monnaie reste acceptée, qu'il n'y ait pas d'inflation démesurée. Mais la Banque centrale, indépendante de surcroît, peut très bien veiller à ce que ça ne dégénère pas. Tout est une question de dosage, et elle en est tout à fait capable. C'est même son rôle de gérer la quantité de monnaie en circulation de sorte qu'elle ne soit pas inflationniste ! Alors certes la Banque centrale n'a plus la possibilité de retirer de la circulation la monnaie offerte par des dons : le principe même d'un don est que ce qui est donné n'est pas récupéré. Mais la banque centrale peut toujours augmenter les ratios de réserves obligatoires ou les ratios de fonds propres des banques pour limiter la création de monnaie de banque de second rang si l'inflation s'avère trop élevée. Certains diront que s'il y a de l'inflation, il s'agit d'une taxe déguisée et qu'au final les agents économiques seront perdants par une baisse de la valeur réelle de leurs encaisses monétaires. En réalité, si les dons de la Banque centrale vont financer des investissements productifs de l'État, la capacité d'offre est censée augmenter. Donc il y a certes plus de demande publique, mais il y a également une production accrue, donc pas nécessairement d'inflation.

Laurence Scialom : Cette inertie dans la pensée n'est pas une fatalité. On voit dans les travaux historiques de Charles Goodhart² que l'évolution du rôle des banques centrales et de la pensée monétaire peut se faire très vite, au gré des crises. Provoquer un tel changement est tout l'enjeu actuellement.

Quelles seraient les voies de sortie autres qu'une fin de la monnaie commune ?

Baptiste Bridonneau : Si les États s'endettent aujourd'hui pour pallier les effets immédiats de la crise, on voit très bien revenir le scénario d'après 2009, où les États ont cherché, sans succès, à se désendetter tous azimuts. De très nombreux dirigeants politiques, économistes, technocrates promettent d'ailleurs déjà qu'il faudra payer la facture du Covid. Bref, si on peut compter sur la dette publique au cœur de la crise, il est fort probable qu'on revive une longue période d'agonie pour faire baisser les taux d'endettement public une fois la crise terminée. Or cette agonie n'est plus possible : la situation dans les hôpitaux montre bien qu'on ne peut pas sous-investir continuellement dans les services publics. Il est par ailleurs évident que l'État doit mener un rôle crucial dans la transition écologique, et cela sans attendre. Ces investissements nécessitent des déficits publics, très peu probables puisqu'on va entrer dans une période de remboursement une

² Voir, entre autres, Goodhart, C. (1988). *The evolution of central banks*, MIT Press Books, 1.

fois le virus vaincu. Pour lutter contre cette tentative de désendettement public, qui de surcroît aura toutes les chances de ne pas fonctionner car elle déprimera davantage l'économie, et pour, au contraire, inciter les États à investir, nous proposons un mécanisme incitatif très simple : annuler partiellement les dettes publiques déjà détenues par la BCE, de manière conditionnelle au réinvestissement des mêmes montants dans des investissements publics « verts ». Il n'y a pas de meilleur moyen pour inciter les gouvernements à investir dans des secteurs stratégiques que de leur dire que tous les investissements qu'ils y consacreront ne coûteront rien. Il est quasi certain que, sinon, face au mur des dettes publiques, les États n'engageront pas ces investissements. Nous souhaitons que les États soient obligés de se réendetter pour financer ces mêmes investissements, sinon les investissements verts viendront prendre la place d'autres dépenses publiques, ce qui n'est pas souhaitable socialement et économiquement. Autrement dit, la BCE annulerait autant d'anciennes dettes que l'État en émettrait de nouvelles : le ratio dette publique sur PIB ne bougerait pas, et pourtant il y aurait davantage d'investissements publics, propres à relancer l'économie et financer certains secteurs stratégiques, comme la transition écologique, la lutte contre les pandémies...

Comment faire passer politiquement une telle mesure ? Il s'agirait d'une décision prise au Conseil des gouverneurs de la BCE. Les décisions de politique monétaire qui ne relèvent pas des simples opérations d' « *open market* » s'y prennent à la majorité des deux tiers, c'est ce que prévoit l'article 20 des statuts de la BCE, avec la règle « un pays, une voix ». La décision d'annulation des dettes détenues par la BCE ne se prendrait donc pas à l'unanimité, ce qui la rend plus probable. L'accord franco-allemand atteint le 19 mai pour un emprunt mutualisé de 500 Md€ peut même être encourageant et montrer un relatif relâchement d'une certaine orthodoxie monétaire. Il y aurait toutefois beaucoup à redire sur cette proposition, surtout que plusieurs États membres se sont déjà dressés contre elle, il est donc encore trop tôt pour émettre un avis définitif à ce sujet. Les remises de dette à conditionnalité écologique nous semblent beaucoup plus à même de répondre aux défis actuels car elles seront d'un dimensionnement approprié, et seront plus acceptables dans la mesure où elles ne requièrent ni transferts budgétaires, ni impôts supplémentaires futurs à lever.

Il reste ensuite à savoir si ce sera accepté par la Cour de justice de l'UE, jugé comme compatible avec les traités. Le traité interdit que la BCE octroie des découverts ou des crédits aux États, ou qu'elle achète des titres directement auprès d'eux. Mais il n'est inscrit nulle part que la BCE n'a pas le droit d'octroyer des dons ou des remises de dette. Alors est-ce légal ? Difficile de dire a priori : l'esprit d'une loi n'apparaît vraiment que lorsque les juges suprêmes interprètent les règles inscrites dans les traités et rendent leurs conclusions. Par exemple, il n'était pas vraiment possible de savoir si la BCE avait le droit d'acheter des titres sur les marchés secondaires avant que la Cour de justice de l'UE n'émette ses conclusions dans les jugements Gauweiler et Henrich Weiss. Et non, la Cour Constitutionnelle allemande n'a pas autorité sur les décisions prises par la Cour de Justice de l'UE. En tout cas, c'est grâce à ce cadre institutionnel que, paradoxalement, une proposition aussi subversive que l'annulation de dettes a plus de chances de passer qu'un véritable projet de mutualisation des dettes, pourtant moins ambitieux. Car le traité reste muet sur la question des dons/annulations, car de tels dons/annulations pourraient être enclenchés avec une seule majorité des deux tiers.

À quoi ressemblerait une annulation de dettes ? Lorsque des dettes publiques sont rachetées, la BCE en détient 20 % et les banques centrales nationales 80 %. Si on annule la dette française détenue par la Banque de France sur l'État français, la Banque de France enregistre une perte.

L'État français devra recapitaliser la Banque de France d'un montant de 1 milliard d'euros, puisque c'est le montant de capital obligatoire que fixe la loi française. Une première solution consiste à modifier cette même loi et à porter le capital de la Banque de France à zéro. C'est tout à fait possible car il s'agit du droit français, qui peut, en ce qui concerne le capital de la Banque de France, être modifié par décret. Lorsque la Banque de France ferait des pertes à son actif, l'État n'aurait plus à la recapitaliser. Est-ce que ça empêcherait la Banque de France de fonctionner ? Non car, comme on l'a vu, rien n'oblige à ce que le bilan d'une banque centrale soit équilibré. Porter le capital des banques centrales à zéro pourrait a priori fonctionner pour tous les pays de la zone euro, sauf potentiellement en Italie, Belgique et Grèce qui ont un actionnariat de banque centrale privé. Nous ne souhaitons pas que des acteurs privés fassent des pertes, de peur d'une crise bancaire. Il faut regarder si le droit national de chacun de ces pays permet à l'État de racheter à ces acteurs privés les parts au capital de la banque centrale, et de porter ce même capital à zéro. Sinon, si on voulait faire grâce de 20 milliards d'euros à l'État italien, il faudrait en fait annuler 27,5 milliards à l'actif de la Banque d'Italie, soit 7,5 milliards supplémentaires pour que l'État italien puisse immédiatement recapitaliser les détenteurs privés du capital de sa banque centrale. Il s'agit de la deuxième solution.

Par ailleurs, l'avantage d'une annulation de dette par rapport à un chèque de la BCE aux États, c'est que cela n'oblige pas à créer plus de monnaie, mais seulement à ne pas détruire la monnaie qui a déjà été massivement émise lors du Public Sector Purchase Programme. L'objection commune qui est de dire qu'il s'agit de créer des liquidités sans aucun frein, et que celles-ci seront immédiatement inflationnistes, est donc hors sujet vis-à-vis de notre proposition.

Il faut enfin définir une règle pour savoir quelle quantité d'annulation de dette publique la BCE octroie à chaque pays. L'idéal serait qu'elle suive une règle de Taylor : elle annule plus de dette dans les pays où l'inflation est trop faible et le chômage trop élevé. Ça nécessiterait de changer ses statuts, pour prendre en compte le chômage. Mais si on en reste au cadre de son mandat actuel, on pourrait conditionner les annulations de dette à l'inflation dans chaque pays, car tous les pays ne connaissent pas les mêmes taux d'inflation. Rien n'empêche la BCE d'annuler des montants de dette publique différents entre États, en fonction de leur inflation particulière. En faisant l'hypothèse que l'inflation est plus faible dans les pays de la zone euro où la demande est atone, l'économie amorphe et le chômage élevé, les annulations de dette conditionnées à de nouveaux investissements par endettement permettraient de relancer la demande, qui, si elle n'engendre pas une augmentation de l'offre de même ampleur, produira un peu d'inflation.

Laurence Scialom : Revenons à cette idée de « perte ». Comme l'a dit Baptiste, une banque centrale n'est pas une banque commerciale, elle ne doit rien à personne et ne peut donc pas faire faillite. Le passif de la banque centrale n'est pas représentatif d'une dette vis-à-vis d'agents économiques particuliers mais d'une dette vis-à-vis de la société. Si un billet de 100 € représente une valeur de 100 € alors que son coût marginal est quasi nul, c'est parce que l'on pense que la détention de ce billet nous permettra d'obtenir quelque chose, d'une valeur de 100 €. Lorsqu'on émet de la monnaie, la collectivité estampille d'un sceau un bout de papier qui incarne une croyance, une confiance dans le fait que ce bout de papier a une valeur. Le passif d'une banque centrale n'a de valeur que parce que la société accorde de la confiance dans la valeur de cette dette vis-à-vis de la société dans son ensemble. Je le répète mais c'est important, dire qu'on a confiance dans une banque centrale, ce n'est pas dire qu'on attend qu'elle soit « solvable » ou qu'elle puisse nous donner quelque chose en contrepartie, comme une quantité d'or. C'est attendre d'elle que la reproduction de la société marchande sera assurée, via le rôle social de la

monnaie. Aujourd'hui, les crises sanitaires et écologiques que nous connaissons mettent en péril cette capacité de reproduction de la société. Financer monétairement par des dons n'a donc rien d'artificiel, comme on peut parfois le lire, bien au contraire ! On comprend là que l'annulation ne pose donc absolument pas de problème dans la confiance en la monnaie, c'est même le contraire !

Baptiste Bridonneau : C'est pour cela que l'annulation de dette doit être conditionnée à un investissement par endettement au service d'un nouveau projet de société.

Laurence Scialom : Notre proposition ne se limite d'ailleurs pas à « l'investissement vert », il s'agit de désinvestir dans le brun. Aujourd'hui, les pertes de secteurs comme l'aviation sont socialisées par le biais des États. Une telle chose est normale, car il faut donner du temps aux hommes et aux femmes de ces entreprises pour mettre en œuvre la transformation de leur activité. L'État doit donc fixer un cap pour « échouer » ces actifs, c'est-à-dire amener à une valorisation des actifs tenant compte de leurs impacts écologiques. Une telle valorisation amène naturellement à fortement les déprécier, et ces pertes seront portées par les États. Une annulation de dette peut donc être mise au service de la gestion de ces pertes et accélérer la transformation de l'appareil productif. De même, nos propositions doivent permettre la mise en place de politiques ambitieuses, comme un vaste plan de formation aux métiers de la transition écologique, pour transformer des secteurs comme l'industrie, l'agriculture ou le BTP.

Est-ce que des annulations de dette pour favoriser le vert et accompagner l'échouage du brun ne mettraient pas la BCE en position d'avoir à valider des choix productifs ? Quel rôle jouerait-elle dans l'UE et quel rôle aurait-elle vis-à-vis des États membres ?

Baptiste Bridonneau : Notre idée, c'est que, puisque la BCE permettrait que des investissements verts « ne coûtent rien », en annulant autant d'anciennes dettes que celles émises pour financer les nouveaux investissements, il s'agirait bien d'un « don » d'une institution européenne. En échange, il serait opportun qu'une autre institution européenne, le Parlement européen, décide des secteurs auxquels allouer ces nouveaux investissements. On pourrait alors s'attendre à ce que le Parlement européen dirige les investissements vers des biens public globaux, qui profitent à tous, au-delà des frontières de chaque pays européen. Certes, les annulations de dette bénéficieraient davantage aux économies atones, mais le service des investissements qui en résulteraient profiterait à tous. On s'attaque à trois crises par cette proposition : économique, écologique et politique. On aide les pays en difficulté, on sert la transition et on redonne un souffle démocratique à l'Europe. D'ailleurs, le mandat de la BCE ne l'empêche pas de soutenir les politiques économiques, tant qu'elle maintient la stabilité des prix. Quant au chiffre des 2 %, il est politique et peut être monté si l'on considère que c'est un niveau soutenable et si les investissements verts le requièrent. L'augmentation de la cible d'inflation est d'autant plus possible qu'elle n'a rien d'iconoclaste et a été proposée par certains macroéconomistes tout à fait standards comme Olivier Blanchard.

Laurence Scialom : De plus, beaucoup de ces actions rentrent dans le mandat de la BCE. L'échouage des actifs « bruns » pose un risque systémique important et l'annulation de la dette se place dans une stratégie de gestion de celui-ci. Le climat est un véritable enjeu de stabilité

financière, c'est souligné dans l'excellent rapport *Green Swan* de la Banque des règlements internationaux. Il ne s'agit pas que cette institution fixe nos orientations économiques mais permette de redonner du souffle à l'action publique et du sens à celle-ci, donc à la démocratie, tout en restant dans ses fonctions.

Baptiste Bridonneau : Je le répète, l'impasse est avant tout politique. Il faut revenir aux travaux d'Habermas : les traités ont vocation à être renégociés en permanence, sur la base d'arguments rationnels, pour toujours correspondre au projet que la communauté a voulu y incarner, en fonction des nouvelles situations économiques et sociales. Il est normal de réécrire les traités aujourd'hui, ou les interpréter différemment, sachant que le problème n'est plus l'inflation mais la déflation, et que la transition écologique devient urgente et n'avait peut-être pas été suffisamment prise en compte dans les premières moutures des traités. Les traités doivent être respectés pour de bonnes raisons, pas sous une menace de sanction. C'est dans cet esprit que nous avons conçu notre proposition, qui ne propose en rien de « détourner » l'action de la BCE de ses principes fondamentaux, à savoir maintenir une certaine stabilité des prix et la stabilité financière, mais bien, au contraire, d'atteindre ces mêmes principes fondamentaux et de les mettre en adéquation avec les défis qui sont posés à l'Union européenne aujourd'hui. Certes, le dogmatisme actuel nous emmène bien loin de ce qu'Habermas appelle « l'éthique de la discussion », qui est la capacité à discuter ensemble, de manière rationnelle et symétrique entre pays, et qui est la seule manière de redéfinir notre projet commun. S'il y a bien des rapports de force, personne n'a pourtant intérêt à un éclatement de l'Union, qui semble être un projet politique à « la bonne échelle » pour lutter contre les enjeux économiques et sociaux d'aujourd'hui. C'est donc d'une véritable prise de conscience de la nécessité de changer nos manières d'agir en matière budgétaire et monétaire que nous avons besoin.

Propos recueillis le 17 avril 2020, mis à jour le 25 mai