

CONFRONTATIONS EUROPE

COMMENT FINANCER - SANS AUGMENTER LA DETTE PUBLIQUE - UN NOUVEAU PLAN MARSHALL

Jean-Michel Nogueroles



PRÉSENTATION

Jean-Michel Nogueroles, docteur en droit, avocat et auteur du rapport *Pour un nouveau Plan Marshall* remis à la Fondation E5T en janvier 2022, revient en trois articles pour *Confrontations Europe*, sur les aspects clefs de son rapport. Dans ce dernier article de la série, l'auteur met en lumière la nécessité de financement d'un nouveau plan massif d'investissement, notamment dans le cadre des impératifs de la transition environnementale, et de la refondation de la relation UE-Afrique.

COMMENT FINANCER - SANS AUGMENTER LA DETTE PUBLIQUE - UN NOUVEAU PLAN MARSHALL EN VUE DE L'ACCELERATION DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE ET ÉNERGETIQUE DE L'UNION EUROPÉENNE ET DU DÉVELOPPEMENT DURABLE DE L'AFRIQUE

Introduction

Le financement, sans augmenter la dette publique ou l'impôt, d'un plan massif d'investissements ou « nouveau plan Marshall », serait un instrument politique idoine pour stimuler substantiellement les économies des États de l'Union Européenne mais aussi, le cas échéant, celles du continent africain.

Pour ce faire, il me semble aujourd'hui nécessaire de considérer une approche alternative à l'orthodoxie monétaire classique qui a depuis trop longtemps été affichée comme un point de référence absolu par les diverses autorités politiques européennes.

Il est en effet plus que jamais opportun de changer de paradigme en matière économique et avant toute chose d'élargir intellectuellement notre acception du champ des possibles en matière de financement afin de ne plus restreindre notre pensée à un cadre trop étroit devenu désormais inadapté.

1. Leçons à tirer du changement de politique monétaire de la BCE : l'assouplissement quantitatif a ouvert la voie

1.1 La mise en œuvre d'un programme d'assouplissement quantitatif par la BCE :

Mario Draghi a annoncé à la fin de l'année 2014, en sa qualité de président de la BCE (2013-2019), que la banque centrale initiait un programme dit « d'assouplissement quantitatif » (en anglais « *quantitative easing* » ou « QE »).

L'objectif politique de ce programme était initialement de :

- garantir la solvabilité financière des banques commerciales dans l'UE afin d'éviter un scénario d'insolvabilité majeure du secteur bancaire tel que celui qui a déclenché la Grande Récession de 2009 aux États-Unis (avec, notamment, la faillite de Lehman Brothers),

et

- assurer un taux d'intérêt plus bas pour le refinancement de la dette émise par les États membres de l'UE et les entreprises sur les marchés financiers.

La BCE a pu mettre en œuvre ce programme d'assouplissement quantitatif dès la fin de l'année 2014 et ce, jusqu'à la fin de 2018. Ce programme a été ensuite relancé à la fin de 2019 par Madame LAGARDE (nouvelle présidente de la BCE).

La BCE a, ce faisant, injecté d'importantes liquidités dans le cadre du refinancement des banques commerciales en rachetant leurs actifs financiers : rachat d'obligations initialement émises par les entités du secteur public et les sociétés du secteur privé pour un montant total de 2.600 milliards d'euros entre la fin de 2014 et la fin de 2019.

En tout état de cause, la mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif s'est traduite par un processus de création monétaire. Il y a création monétaire, dans le cadre de la mise en œuvre d'un programme d'assouplissement quantitatif, lorsque la banque centrale achète des actifs financiers (principalement des obligations et des bons du trésor) détenus par les banques commerciales, qui se refinancent ainsi en les cédant auprès de la banque centrale.

En contrepartie, les banques commerciales obtiennent un dépôt en euros à la BCE pour la contre-valeur de la vente de leurs actifs financiers à la BCE.

Ces nouveaux dépôts de monnaie auprès de la BCE ont pu être utilisés par les banques commerciales aux fins d'améliorer leurs réserves bilanciellelles telles que retenues pour le calcul de leurs ratios de fonds propres, de liquidité et de solvabilité.

L'amélioration des ratios des banques commerciales était censée leur permettre d'accorder davantage de prêts aux entreprises et aux ménages.

Cependant, comme le souligne le professeur De Grauwe (2019 – London School of Economics), la monnaie créée par la BCE dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif n'a que très peu profité à l'économie réelle.

Cette critique a souligné les limites du programme d'assouplissement quantitatif tel qu'il a été initialement mis en œuvre (dans la mesure où cette politique n'a pas établi de distinction en fonction du remploi final par les banques commerciales des liquidités injectées par la banque centrale).

1.2 Possible poursuite d'un assouplissement quantitatif dédié à la transition écologique (ou « Green QE ») :

La nouvelle présidente de la BCE, Christine Lagarde (2020), a publiquement défendu le rôle de la banque centrale dans la lutte contre le changement climatique.

Pour mémoire, il convient de noter qu'à la fin de 2018, la BCE détenait environ 18 milliards d'euros « d'obligations vertes » (ou « green bonds » destinés à financer des projets liés à la transition écologique), ce qui était assez peu par rapport au montant total de 2 600 milliards d'euros de titres achetés par la BCE depuis 2015.

Madame Christine Lagarde (2019), souhaitant aller plus loin, lors de son audition par le Parlement européen en septembre 2019, a défendu que la BCE était en droit d'acheter des obligations vertes émises par la Banque européenne d'investissement (BEI) :

"La BEI est déjà un émetteur important d'obligations vertes. Et je crois comprendre que la BCE, sur le marché secondaire, achète également certains de ces produits".

Avant Christine Lagarde, Benoit Cœuré, (2019), qui était membre du Comité exécutif de la BCE jusqu'en janvier 2020, avait défendu cette idée, notamment lors d'un échange avec des députés français, à l'Assemblée nationale, le 15 mai 2019 :

"Si la priorité politique est le changement climatique, les gouvernements peuvent décider de demander à la BEI d'en faire plus pour le climat. Et [la BEI] pourrait le faire parce que les taux d'intérêt sont à zéro et parce que la BCE achète des obligations de la BEI."

Cependant, comme cela a été rappelé plus haut, le volume des obligations vertes rachetées par la BCE dans le cadre de la politique d'assouplissement quantitatif est demeuré jusqu'à présent assez marginal.

2. Considération théorique : avantage économique résultant d'un éventuel financement monétaire de dépenses d'investissements (comparé à un financement classique par l'impôt et/ou par la dette)

Au-delà de la référence à la théorie générale de la monnaie, de l'intérêt et de l'emploi de John M. Keynes (1936 – Cambridge School of Economics), Milton Friedman (1969 – Chicago School of Economics)) avait fourni une représentation métaphorique de ce qu'il a appelé "*helicopter money*" : en se référant à des situations où les dépenses et investissements publics seraient financés par la création monétaire.

Le professeur Galí (2019 – Barcelona School of Economics) a récemment prolongé d'une certaine manière cette analyse en montrant les effets différentiels positifs d'une stimulation fiscale et d'investissements financés par la création monétaire par rapport à une stimulation fiscale ou des investissements financés par la dette ou l'impôt, selon le cas.

Le professeur Galí (2019) a ainsi pu démontrer qu'un stimulus fiscal ou des dépenses publiques financés par la création monétaire ont des effets multiplicateurs beaucoup plus importants que s'ils étaient financés par la dette ou par l'impôt.

Ces travaux du professeur Galí confortent les conclusions qui avaient également été développées, notamment, par le professeur Woodford (2011 – Columbia School of Economics) : l'importance d'un effet multiplicateur (de dépenses budgétaires ou d'investissements publics) dépend également en grande partie de la politique monétaire mise en œuvre par ailleurs pour accompagner l'augmentation des dépenses publiques.

Force est de constater que la proposition du professeur Stiglitz (2015) n'a pas encore été véritablement mise en œuvre.

3. Proposition alternative d'un financement mixte monétaire/capitaux propres par la Banque Centrale Européenne et la Banque Européenne d'Investissement :

Le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz (2015 – ancien économiste en chef de la Banque Mondiale et professeur à la Columbia School of Economics) avait suggéré en 2015 (interview parue dans LES ECHOS du 14 avril 2015) que : *« l'on pourrait mieux utiliser le bilan de la BCE, en le combinant avec des interventions de la Banque européenne d'investissement (BEI). L'idée serait de faire acheter par la banque centrale des quantités massives d'obligations émises par la BEI, afin que cette dernière puisse investir dans de nombreux projets utiles à l'économie européenne. »*

3.1 Fondement conceptuel de la proposition d'une approche alternative qui emporterait la mise en œuvre d'un financement mixte – monétaire/capitaux propres :

Pour mémoire, le financement de la dépense budgétaire par la création monétaire est, en principe, interdit par la loi dans de nombreux pays. La raison historique de cette interdiction (dont les allemands se souviennent encore) est le risque avéré de générer une hyperinflation structurelle à chaque fois que la création monétaire est abusivement utilisée par les autorités gouvernementales pour financer les dépenses publiques courantes.

Par analogie avec le modèle théorique d'un financement exclusivement monétaire dont l'avantage macro-économique a été étudié par le professeur Galí (2019), il est proposé, à titre alternatif, que les dépenses d'un nouveau plan Marshall, soient financées de manière mixte, à la fois :

- par une création monétaire en amont : la BCE rachetant des obligations (« vertes » ou « développement ») émises par la BEI (comme cela se fait déjà dans le cadre du quantitative easing mais cette fois-ci de manière massive);

et

- par un apport de capitaux propres en aval : la BEI apportant (directement ou à travers un fonds/filiale dédié) des capitaux propres aux sociétés portant les projets susceptibles d'être financés.

Ce financement mixte monétaire/capitaux propres pourrait, au demeurant, produire un effet très comparable à celui d'un financement strictement monétaire en termes d'effet multiplicateur sur l'économie, dans la mesure où les investissements réalisés en fonds propres ne seraient pas in fine supportés par le contribuable (ni par l'endettement public ni par l'impôt).

3.2 La création monétaire résultant de la mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif a créé une « fenêtre d'opportunité » selon le professeur De Grauwe :

La mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif s'est traduite, comme on l'a rappelé, par une émission monétaire massive, dont on peut relever un indicateur quantitatif :

- le montant total du bilan de la BCE (incluant le montant total des titres rachetés aux banques) était d'environ 4.670 milliards d'euros, soit environ 41% du PIB de la zone euro à la fin de 2019 ;

alors que

- ce même montant total du bilan de la BCE (incluant le montant total des titres rachetés aux banques) représentait un peu plus de 11% du PIB de la zone euro en 2014.

Le rachat de titres par la BCE pour environ 2 600 milliards d'euros (obligations et bons du trésor) auprès des banques commerciales, dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif, s'est donc traduit **par une augmentation du bilan de la BCE représentant une pure création monétaire équivalente à presque 30 points du PIB de la zone Euros.**

Depuis la mise en place par l'UE en mars 2020 du Programme d'achat d'urgence du fait de la pandémie – dont l'acronyme anglais est « PEPP », les comptes courants des établissements de crédit sont ainsi passés au cours de la même période de 1.884 à 3.489 milliards d'euros, soit une augmentation de 85%. Le montant total du bilan de la BCE a de même augmenté de 2 800 milliards d'euros entre mars 2020 et fin avril 2021. **Le 10 mai 2021, la somme de la valeur de tous les actifs de la BCE représentait près de 7.600 milliards d'euros**, représentent ainsi plus de 60 % du PIB de la zone euro (contre 41% du PIB de la zone Euro à la fin de l'année 2019).

Le professeur De Grauwe (2019 – London School of Economics) considère que cette situation doit être regardée comme une "*fenêtre d'opportunité*".

La BCE pourrait aisément, le cas échéant et progressivement, remplacer les anciens titres rachetés aux banques (entre 2014 et 2019), lorsqu'ils viendront à échéance, par de nouveaux titres dits « verts » qui seront émis pour financer des projets d'investissement liés à la transition écologique.

Ce remplacement progressif des anciens titres rachetés aux banques (de manière indifférenciée) par de nouveaux titres « verts » ou liés au « développement », pourrait ainsi **permettre à la BCE de réorienter ses flux de création monétaire (générés au cours des 7 dernières années) vers des projets d'investissement liés à la transition écologique ou encore au développement durable de l'Afrique.**

La proposition d'un financement mixte qui est formulée est donc fondée sur l'hypothèse que les autorités politiques européennes arriveront un jour à se mettre d'accord, dans le cadre d'une refonte des Traités, sur la nécessaire extension des missions qui seront confiées à la fois à la BCE et à la BEI.

En conclusion

Il apparaît à la fois techniquement possible et pertinent, sous réserve de pouvoir rénover le pacte européen en révisant les Traités applicables, que la Banque centrale européenne (BCE) redirige la quantité substantielle de monnaie qu'elle a émise (2.600 milliards d'euros - entre 2014 et 2019 puis mise à disposition d'une enveloppe additionnelle de liquidités de 1.850 milliards dans le cadre du Programme d'achat d'urgence du fait de la pandémie – dont l'acronyme anglais est « PEPP ») vers l'économie réelle par l'intermédiaire de la Banque européenne d'investissement (BEI), en vue de financer un nouveau plan Marshall.

La solution proposée est celle d'un financement mixte monétaire/fonds propres, qui permettrait, sans augmenter le volume de la masse monétaire déjà créée ni le montant de la dette publique, de remplacer progressivement les titres déjà acquis par la BCE (auprès des banques commerciales entre 2014 et 2021) par des obligations « vertes » ou « développement » à faire émettre par la BEI au cours des dix prochaines années.

Alors pourquoi ne pas ouvrir aujourd'hui le champ des possibles et procéder enfin à l'indispensable rénovation du pacte européen ainsi que de nos paradigmes économiques, dont nous avons tant besoin pour pouvoir faire face aux grands défis du XXIème siècle ?

CONFRONTATIONS EUROPE



Confrontations - Paris
29 avenue de Villiers
75017 Paris

Confrontations - Bruxelles
Rue du Luxembourg 19
1000 Bruxelles



communication@confrontations.org



<https://confrontations.org>



[@confrontations](https://twitter.com/confrontations)



[@ConfrontationsEurope](https://www.linkedin.com/company/confrontations-europe)