

Annulation des dettes souveraines par la BCE : soyons iconoclastes !

 alternatives-economiques.fr/annulation-dettes-souveraines-bce-soyons-iconoclastes/00092460

Baptiste Bridonneau et Laurence Scialom, *Alternatives économiques*, 21 avril 2020

L'iconoclaste, au sens premier du terme, désignait dans l'empire byzantin des personnes qui, s'opposant à l'adoration des images saintes, les détruisaient. Par extension, l'usage contemporain du terme désigne la transgression des interdits, des croyances et du dogme.

Il y a quelques mois et même quelques semaines, proposer que la Banque centrale européenne (BCE) puisse annuler une partie des dettes publiques qu'elle détient paraissait totalement iconoclaste dans les deux sens du terme, tant les questions relatives à la monnaie semblent parfois relever de la croyance religieuse et tant le dogme de la non-monétisation des déficits par la banque centrale était ancrée.

Pourquoi annuler les créances de la BCE ?

Mais la crise sanitaire du Covid-19 et la mise au ralenti des économies partout dans le monde pour maîtriser la pandémie redistribue les cartes. La prise de conscience de l'Everest de dettes publiques qui accompagnera la sortie de crise ébranle les convictions et fissure les tabous. Si Christine Lagarde a écarté l'idée d'annulation globale par la BCE des dettes contractées par les Etats de la zone euro jeudi 9 avril sur France Inter, la question s'immisce dans le débat public. C'est heureux !

D'autant plus qu'une fois le combat contre le coronavirus gagné, il restera à engager vraiment et sans tarder la bataille contre le réchauffement climatique. Ce qui implique des investissements massifs dans la reconversion écologique de nos économies et donc de dégager des marges de manœuvre budgétaires. D'où l'intérêt de la proposition que nous portons d'annulation partielle des dettes publiques détenues par la BCE, conditionnelle au réinvestissement des mêmes montants dans des investissements publics « verts », par nouvelle émission de dette.

■ Tout nouvel endettement en vue d'investissements bas carbone coïnciderait avec l'annulation d'un volume de dette de même ampleur par la BCE

En d'autres termes, les Etats pourraient financer les investissements de la transition écologique en s'endettant, sans que le ratio dette/PIB n'augmente. Tout nouvel endettement en vue d'investissements bas carbone coïnciderait avec l'annulation d'un volume de dette de même ampleur par la BCE. Ce mécanisme de conditionnalité orienterait *de facto* le plan de sortie de crise vers la transition écologique. Une proposition efficace économiquement et réalisable juridiquement.

Certaines voix commencent à se faire entendre pour un financement monétaire de la dette par achat des titres publics par la BCE directement sur le marché primaire, puis la transformation de ces titres en dette perpétuelle, à taux nul.

Si la philosophie de cette proposition semble proche de la nôtre, elle se heurte à l'obstacle juridique de l'article 123 du Traité de fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) qui « *interdit à la Banque centrale européenne [...] d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions [...] des Etats membres* » et d'acquiescer « *auprès d'eux [...] des instruments de leur dette* ». Or, *a contrario*, les annulations de dette ne sont pas des « crédits » *stricto sensu*.

Un plan de relance et de transition

Que la dette publique soit émise par les Etats, ou mutualisée entre les Etats membres via des Coronabonds, le risque demeure qu'une fois la crise passée nos gouvernants européens cherchent à tout prix à se désendetter. Une telle manœuvre obérerait le financement de la transition et l'investissement dans les services publics, dont on se rend compte aujourd'hui de l'absolue nécessité.

Notre proposition permet d'écarter ce risque, puisqu'elle incite les Etats à s'endetter pour investir en échange d'annulations de dette. Par là même, elle annihile l'argument de « l'équivalence ricardienne », qui veut que les agents baissent leurs dépenses privées dans le présent en prévoyant une hausse future des impôts comme conséquence de la montée des dépenses.

Avec des annulations de dette, la hausse des dépenses publiques n'est plus compensée par une baisse des dépenses privées, puisque les agents n'épargnent plus en vue de taxes futures supplémentaires.

La reconversion écologique d'une économie, c'est investir dans le « vert » ET organiser l'échouage des secteurs « bruns »

Cette création monétaire permettrait des dépenses qui dopent à la fois l'offre et la demande. Elle accompagnerait la reconversion écologique de nos économies, soutiendrait l'emploi – notamment si les investissements sont ciblés sur des projets à forte intensité en main-d'œuvre, comme la rénovation énergétique des bâtiments. Elle pourrait aussi financer un vaste plan de formation aux métiers de la transition écologique.

Une discussion pourrait aussi s'engager sur le fait qu'elle aide à l'échouage des actifs liés aux entreprises polluantes. Les Etats vont être amenés, pour éviter la casse sociale, à recapitaliser des entreprises qui, si la transition écologique se fait, vont devoir très fortement réduire la voilure. Ces recapitalisations dans les secteurs carbonés devraient être conditionnelles à l'accélération de leur conversion écologique.

Certes, cela générera des pertes pour l'Etat actionnaire, mais c'est aussi cela la reconversion écologique d'une économie : investir dans le « vert » ET organiser l'échouage des secteurs « bruns ».

Pas de risque inflationniste

Certains craignent que les annulations de dette publique par la BCE alimentent l'inflation.

Précisons qu'il ne s'agit pas d'injecter davantage de monnaie, mais d'empêcher que celle qui a déjà été créée lors de l'achat des titres publics sur le marché secondaire par la BCE soit détruite au moment du remboursement des titres arrivés à échéance. En ce sens, la métaphore de la planche à billets est inadaptée : l'argent a déjà été créé.

La crainte de l'inflation dans le contexte actuel est étrange, alors même que la BCE ne parvient pas depuis plusieurs années à atteindre sa cible

Par ailleurs, la crainte de l'inflation dans le contexte actuel est étrange, alors même que la BCE ne parvient pas depuis plusieurs années à atteindre sa cible (une hausse des prix inférieure mais proche de 2 %, NDLR). Le risque de déflation est bien plus dangereux, notamment quand les bilans privés et publics sont plombés par une dette que les tensions déflationnistes accroissent.

L'inflation n'est pas un mal en soi, elle ne le devient que dès lors qu'elle est incontrôlée et génère des effets mal maîtrisés sur la répartition des revenus. Nous en sommes loin !

La BCE ne sera pas en faillite

Certains craignent que les annulations de dettes par la BCE puissent conduire à son insolvabilité. Cet argument repose sur l'idée que le bilan d'une banque centrale est comparable au bilan d'une banque commerciale, pour laquelle le non remboursement des prêts accordés peut finir par « manger » tout son capital et conduire à son défaut. Mais cette comparaison tentante n'est pas pertinente.

Le passif – les ressources – d'une banque centrale est composé quasi intégralement de la monnaie dite « banque centrale » qu'elle crée *ex-nihilo* sans limite préétablie. En d'autres termes, une banque centrale n'est pas endettée au sens usuel du terme¹.

Comme le souligne un rapport de la Banque des règlements internationaux (BRI) : « *La plupart des banques centrales pourraient perdre de l'argent au point d'avoir des fonds propres négatifs tout en continuant à fonctionner parfaitement normalement.* » La seule limite des annulations de dette publique par les banques centrales est l'inflation, qui n'est pas aujourd'hui un problème, mais qui doit au contraire être recherchée.

Un renforcement de la zone euro

Si l'argument de l'insolvabilité de la BCE est ainsi écarté, d'aucuns peuvent arguer que ces annulations de dette publique risquent d'anéantir la crédibilité de l'institution et la confiance dans l'euro. Nous pensons que cette croyance révèle une méconnaissance de ce qui fonde la confiance dans une monnaie fiduciaire, c'est-à-dire une monnaie sans valeur intrinsèque et qui n'est adossée à aucun métal précieux.

La confiance que l'on porte à l'argent n'est que le reflet d'une confiance plus générale dans l'organisation sociale

Dans sa fonction circulatoire, l'argent a tendance à évoluer d'une forme substance (or, cuivre, argent, etc.) vers une forme idéale, un pur symbole. Ce mouvement de symbolisation de l'argent est intrinsèquement lié à l'approfondissement de la confiance collective dans la solidité des interrelations sociales. La confiance que l'on porte à l'argent n'est que le reflet d'une confiance plus générale dans l'organisation sociale. Tout paiement en argent engage la communauté dans son ensemble vis-à-vis de l'ayant droit. L'acceptabilité d'une monnaie fiduciaire repose sur la croyance des membres de la société dans la perpétuation de cette même société.

Le passif de la BCE est donc une créance sur la zone euro dans son ensemble, c'est-à-dire sur un collectif. La meilleure expression de cette idée se retrouve dans l'œuvre de George Simmel, *Philosophie de l'argent*, quand, pour expliquer l'essence de la monnaie fiduciaire, il évoque « *une assignation sur la société* » ou « *une lettre de change sur laquelle le nom de l'intéressé n'est pas porté, ou bien sur laquelle le sceau de l'émetteur tient lieu d'acceptation* ».

Dans la mesure où notre proposition est de nature à éloigner le spectre d'un éclatement de la zone euro et à mieux l'armer face au défi climatique, des annulations de dette publique, loin de décrédibiliser la BCE, viendraient asseoir sa crédibilité.

Une BCE plus flexible que les gouvernements

Enfin, le constat de l'incurie des gouvernements à faire preuve de solidarité (rejet des Coronabonds) dans une épreuve qui touche plus gravement les pays du sud de l'Europe, sans que cela n'ait à voir avec un quelconque aléa moral, plaide pour notre proposition.

En effet, les possibilités de blocage, par une minorité, de décisions pourtant cruciales pour l'ensemble de la zone sont moindres au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE qu'au niveau des ministres des Finances de l'Eurogroupe. Ainsi, des inflexions majeures dans la politique de la BCE visant à calmer la crise des dettes souveraines ont été prises malgré des oppositions internes fortes.

Comment cela est-il possible ? Au sein des instances de décision de la BCE, la convention est que les décisions se prennent au consensus, mais la règle *de jure* édicte que les décisions importantes se prennent à la majorité des deux tiers.

De plus, depuis 2015, une rotation des voix au sein du conseil des gouverneurs a été instaurée. Concrètement, un des gouverneurs des cinq plus grandes économies (Allemagne, France, Italie, Espagne et Pays-Bas) est privé de droit de vote au conseil tous les cinq mois... Alors que le Conseil est bloqué s'il n'obtient pas l'aval des Allemands et des Néerlandais, ce veto n'existe pas à la BCE.

Ce constat ouvre des opportunités évidentes pour des mesures audacieuses de politique monétaire qui, en redonnant des marges de manœuvre budgétaires aux Etats pour financer des biens collectifs mondiaux, aideront à relégitimer un projet européen sévèrement écorné par les égoïsmes nationaux.

Baptiste Bridonneau, doctorant, et Laurence Scialom, professeure, tous deux membres du laboratoire EconomiX de l'université Paris-Nanterre.