

Introduction

Crise financière et développement durable

Renouveler les outils d'analyse des économistes, repenser le rôle des banques centrales dans le financement de l'économie, orienter la création monétaire, et de manière générale l'activité financière, vers les investissements durables : la crise récente nous incite à mettre en œuvre un certain nombre de chantiers pour prévenir de nouveaux chocs.

par Alain GRANDJEAN, associé de Carbone 4

La crise financière actuelle (1), qui semble s'inscrire « naturellement » dans une série de crises, est sans doute la plus violente depuis les années 30. Mais elle intervient dans un contexte nouveau : les enjeux environnementaux deviennent déterminants aux plans géopolitique et économique. On ne peut exclure que la crise écologique se conjugue avec la crise financière et alimente une crise économique, dans un contexte social difficile. Cette situation pourrait et devrait susciter des réformes d'une ampleur comparable à celles que le monde a connues entre les deux guerres, avec le retour de la régulation publique. Nous proposons ici quelques pistes de réformes qui permettraient de remettre la monnaie et la finance au service du développement durable, inversant ainsi la direction prise depuis le tournant néolibéral des années 1970.

La majorité des analystes financiers se rassurent (et tentent de rassurer l'opinion) en affirmant que les « fondamentaux économiques » sont bons. Cet avis est, pour le moins, discutable : les indicateurs économiques classiques (le CAC ou le Dow Jones, le PIB) suffisent-ils à caractériser les fondamentaux d'une économie ? La crise pourrait être aggravée par une situation économique fondamentalement fragile, du fait des tensions croissantes sur l'énergie, les matières premières et les ressources naturelles. Plus généralement, les risques systémiques, dans la période actuelle, sont très élevés : la pression sur les ressources naturelles, les risques sanitaires, les risques de catastrophe climatique (comme en Chine, en... janvier 2008 !), les risques terroristes – tous ces enjeux peuvent se composer et accroître la crise de confiance actuelle. Il est, d'ailleurs, très probable que la même crise déclenchée en période de tension pétrolière forte – inévitable dans les prochaines années, au vu de l'arrivée prochaine du *peak oil* – n'aurait sans doute pas pu être maîtrisée par les banques centrales...

La pression sur les ressources énergétiques, minérales et agricoles ne cesse de croître. Il est clair qu'elle va conduire à la poursuite de la hausse des prix de bien des produits de première nécessité et se traduire

par une baisse du pouvoir d'achat des ménages, de surcroît déjà affectés par l'augmentation du coût du logement et le poids de l'endettement immobilier. Et ce, dans un contexte socialement difficile. Même si la situation française n'est pas la pire, en Europe, elle est préoccupante : 4,4 millions de personnes sont en demande d'emploi (2), les inégalités de revenus ne cessent de croître (3), tout comme le taux d'endettement des ménages (il est passé de 50 % à 68 % du revenu brut, entre 1994 et 2006) et la part des salaires dans le PIB est passée, durant les 30 dernières années, de 76 % à 66 % (4).

La publicité faite, à l'occasion de la crise actuelle, des revenus exorbitants des traders, s'ajoutant à la pression du quotidien, ne peut qu'alimenter les revendications sociales et salariales. La Banque Centrale Européenne (BCE), obsédée par ce risque inflationniste, ne va sans doute pas baisser ses taux d'intérêt, contrairement à la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed). Le dollar devrait donc encore baisser par rapport à l'euro, ce qui affaiblira la position commerciale des entreprises européennes... Ces éléments concourent donc à amener à penser que la récession américaine va traverser l'Atlantique et que nous allons connaître, au mieux, une période de stagflation.

Des enjeux déterminants, en termes de développement durable

Les enjeux du développement durable sont de quatre ordres : social, économique, éthique et de gouvernance, environnemental. La crise monétaire et financière actuelle les traverse tous.

Les enjeux sociaux et économiques

Les conséquences sociales d'une crise immobilière et d'une crise du crédit sont majeures. Le cas de l'Espagne en est, malheureusement, l'illustration la plus claire. Rappelons que la croissance ne peut être financée qu'à crédit (que celui-ci soit public, ou privé)

et qu'un ralentissement du crédit, du fait soit de la dégradation des ratios bancaires, soit d'une hausse des taux provoquée par la Banque Centrale pour tempérer le risque inflationniste, engendre un ralentissement de l'activité économique. Plus grave : une crise financière peut avoir des conséquences dévastatrices, sur le plan social ; la crise de 1929 a ainsi réduit au chômage et jeté dans la misère des dizaines de millions de personnes dans le monde capitaliste, avant de se terminer en guerre. La crise actuelle, si elle se double d'une crise du dollar et d'une crise pétrolière, ne risque-t-elle pas de conduire à un schéma de même nature ? C'est, à court terme, plutôt improbable. Mais un scénario « à la japonaise » (le Japon a mis plus de dix ans à se remettre de la crise immobilière qu'il a connue, à la fin des années 80) est-il complètement exclu au niveau mondial ? (cf. encadré).

Les enjeux éthiques et la gouvernance

Les premières questions qui viennent à l'esprit, après l'éclatement de la crise des *subprimes*, doublé de la révélation des pertes de la Société Générale, en janvier, ainsi que de l'explication qu'elle en donne (la fraude d'un seul trader entraînant plus de 4 milliards d'euros de pertes, s'ajoutant aux 2 milliards liés aux *subprimes* !) concernent l'éthique et la gouvernance. Comment est-il possible que l'exposition de très grandes banques à un risque pourtant identifié par les experts du secteur soit si mal connue et qu'elle ne se révèle que si lentement ? Comment est-il possible que de grandes institutions bancaires soumises à des réglementations prudentielles supposées drastiques, renforcées encore à la suite des dernières crises en date (6), acceptent, de fait, de prendre de tels risques ? Est-ce une faiblesse de la commission bancaire, des agences de cotation, des services de contrôle interne ? Est-il admissible, du point de vue éthique, que des conséquences économiques et sociales potentiellement lourdes et générales soient causées par des comportements évidemment déterminés par l'appât du gain à court terme et des activités à la valeur sociale pour le moins discutable, comme la vente, à des ménages déjà surendettés, de prêts gagés sur des biens susceptibles, en cas de problème, d'être saisis (7) ? Est-il admissible que les banques centrales soient contraintes – pour éviter le risque systémique – de sauver des banques ayant réalisé des opérations douteuses (sur le plan moral) et catastrophiques (sur le plan financier) ?

La finance internationale sombre dans l'opacité (8). La sphère financière s'est lancée, manifestement à l'aveugle, dans la voie débridée de la dérégulation tous azimuts. On sait que les revenus des opérations de marché représentent une part importante des revenus bancaires. Mais qui, aujourd'hui, comprend quelque chose à la créativité débridée (pour ne pas dire plus) de l'ingénierie financière et des *traders* ?

L'Espagne : une tragédie annoncée

Au vu d'un indicateur toujours en vigueur, le PIB, l'Espagne est une bonne élève, en Europe : le taux de croissance de son PIB est supérieur à 3 %, en moyenne et ce, depuis dix ans.

Au vu de quatre autres critères, et sans faire le tour exhaustif de la situation espagnole, on peut penser qu'au contraire, l'Espagne est, en réalité, dans une situation très difficile.

Le changement climatique risquerait, s'il n'était pas atténué, de transformer en désert une part significative de son territoire et d'aggraver ses difficultés d'approvisionnement en eau. Par ailleurs, la construction d'immeubles et de maisons, au cours des dix années écoulées – qui a été le moteur de la croissance économique – a été réalisée avec des contraintes d'isolation très insuffisantes, alors même que la rotation, dans le patrimoine bâti, est très lente...

Ses émissions de gaz à effet de serre croissent fortement ; elle ne tiendra pas – il s'en faut, de très loin – ses objectifs Kyoto à l'horizon 2012 (5), ce qui pourrait lui coûter de 10 à 20 milliards d'euros. Comment parviendrait-elle à se positionner sur une trajectoire visant le facteur X4, appelé à s'imposer, un jour ou l'autre, aux pays développés ?

La crise immobilière a démarré en début d'année 2008, avec la quasi-faillite du promoteur Colonial (13 milliards d'euros d'actifs). Des milliers de ménages, incapables de rembourser leur dette immobilière (le taux d'endettement est de 130 %, en Espagne), se voient déposséder de leur maison. Ils se retrouvent à la rue, faute d'un marché de la location (plus de 80 % des Espagnols sont, en effet, propriétaires de leur logement). La crise financière se double donc d'une crise sociale, d'autant que plus de 30 % des emplois sont précaires, dans ce pays. Enfin, le risque de crise bancaire y est important : comment sera-t-il traité par la BCE ?

Il semble bien que les dirigeants espagnols soient dans le cas dénoncé par Jared Diamond, dans son livre « Effondrement » : un aveuglement face aux difficultés de l'avenir.

Cette opacité n'est-elle pas entièrement contraire aux règles de gouvernance démocratique les plus élémentaires ? Même le président de la Banque d'Angleterre a avoué publiquement qu'il est impossible, pour son institution, de comprendre les pratiques des banques. De nos jours, les mathématiques financières ne sont plus accessibles qu'à une poignée de spécialistes. Ce ne serait pas là un sujet d'intérêt général, si les conséquences des crises bancaires étaient limitées aux établissements concernés. Mais on voit bien qu'il n'en est

rien ; le risque de crise systémique impose, tout simplement, un contrôle démocratique de la régulation bancaire.

Les enjeux environnementaux et le financement des besoins de long-terme

Les mécanismes de marché qui conduisent, dans le cas présent, à financer et à entretenir une bulle immobilière qui finit par exploser sont-ils susceptibles de financer les investissements dont la planète et nos descendants ont le besoin le plus pressant ?

Ils ne peuvent prendre en charge le développement durable, pour une raison simple : le critère financier majeur, dans la prise de décision d'investissement, est le « Taux de Rendement Interne » (TRI), qui compare le coût de l'investissement à ses recettes futures, en actualisant celles-ci (9). Par exemple, une recette de 1 euro, dans 20 ans, vaudra 0,4 euro (avec un taux d'actualisation de 5 %), 0,15 euro (si on actualise à 10 %) et 0,06 euro si on actualise à 15 %, TRI souhaité par les investisseurs financiers. Dans ce raisonnement, l'avenir n'existe tout simplement pas. Or, il est clair que c'est le TRI qui détermine, aujourd'hui, l'affectation des capitaux. C'est, en effet, le mode de calcul le plus cohérent permettant de maximiser la rentabilité des capitaux engagés ; tel est le « jeu » logique des actionnaires et des dirigeants, au niveau microéconomique. En revanche, il est clair qu'il n'y a aucune raison pour que cette maximisation de la rentabilité microéconomique coïncide avec la maximisation de l'intérêt collectif ! Le développement durable, notamment, suppose, par définition, de lancer des investissements à durée de retour long et donnant du prix à l'avenir. Il y a donc, là, une contradiction simple, et déterminante.

En réalité, ces mécanismes favorisent :

- ✓ les investissements de productivité ; remplacer les charges fixes salariales par des coûts de fonctionnement de machines (et autres automates) est souvent très vite rentable (d'où le succès des licenciements boursiers, même s'il n'est parfois pas vérifié ; c'est la perception qu'en ont les opérateurs de marché qui compte, en l'occurrence) ;
- ✓ les opérations de LBO (*leverage buy-out*), qui ne sont évidemment pas toutes condamnables par principe, mais qui orientent les financements vers des entreprises déjà bien positionnées, très performantes et en croissance prouvée, et non vers de l'innovation ou des segments plus émergents et plus risqués ;
- ✓ le rachat d'actions par des entreprises qui ne créent pas de valeur économique ;
- ✓ la relance par la consommation matérielle, tout simplement parce qu'elle permet le meilleur TRI.

L'arsenal dont disposent les économistes du développement durable est, donc, à compléter.

Les mesures envisagées par les économistes du développement durable, en termes de réglementation, quotas ou taxes sont, bien sûr, de nature à mieux orienter les mécanismes du marché, qui ne prennent

en compte ni les externalités, ni l'intérêt général. Mais sont-elles suffisantes ?

D'une part, aucun dispositif public (on verra, plus loin, l'exemple du Grenelle de l'Environnement) ne se contente de mécanismes exclusivement incitatifs. Pour prendre l'exemple de l'énergie, dont l'élasticité de la demande par rapport au prix est faible, il faudrait des niveaux trop élevés de taxation (ou de signal prix carbone, fixé par un marché de quotas) pour que ceux-ci infléchissent, à eux seuls, les comportements des consommateurs. La réglementation, de son côté, ne peut tout couvrir, sauf à tomber dans des systèmes administrés, reconnus inefficaces et de nature à bloquer les innovations indispensables. Les mécanismes incitatifs et réglementaires sont donc, toujours, accompagnés de « politiques et mesures », qui doivent bien être financées, sous peine de n'être que des vœux pieux.

Plus fortement et devant l'ampleur de la crise écologique, ne faut-il pas, comme en temps de guerre, des actes politiques qui permettent d'orienter les ressources humaines, matérielles et financières vers les investissements nécessaires ?

Un exemple, tiré du « Grenelle de l'Environnement », permet d'illustrer ce propos. L'opinion commune consiste à penser que l'Etat français n'a pas un « sou en caisse ». Dit plus rigoureusement, il ne peut (ni ne veut) s'endetter, par respect de la contrainte européenne ou par conviction économique profonde, et il ne veut (ou ne peut) augmenter la pression fiscale. Il est clair, aussi, que certaines des mesures du « Grenelle » demanderaient de l'argent public. Le développement promis des infrastructures ferroviaires, par exemple, n'est pas complètement financé. Autre exemple : c'est le secteur bancaire qui est pressenti pour « financer » la rénovation thermique du bâtiment (en d'autres termes, il va s'agir de pousser les banques à accorder des prêts à taux faibles, voire nul, pour les dépenses de rénovation). On sent bien, pourtant, que cela ne va pas suffire : d'une part, il va bien falloir une contre-garantie de l'Etat (voire des aides publiques), pour ce chantier (qui va payer, par exemple, l'énorme effort de formation, sinon de reconversion, nécessaire, dans cette filière ?) D'autre part, surtout, il faudrait lancer un véritable « Manhattan Project » (10) pour faire face à toutes les échéances annoncées à des horizons proches : limiter l'usage du pétrole, accélérer tout ce qui concerne à minima le stockage du CO₂ et celui de l'électricité, adapter nos pays, ainsi que ceux du Sud, au changement climatique, les aider à stopper la déforestation, transférer vers eux les meilleures technologies...

Il est vain, dans tous ces domaines, de ne compter que sur la finance privée (même si elle draine beaucoup d'argent, les *vice funds* sont plus rentables que les fonds socialement responsables et la vertu ne paie pas encore) ; et il est sans doute insuffisant de compter uniquement sur les instruments réglementaires ou

économiques (taxes, quotas ou règlements) qui, certes, s'imposent, mais ne génèrent pas d'appel d'air rapide. Il faut donc pouvoir appeler des financements orientés dans le sens de l'intérêt général, ce que ne fait pas spontanément la « main invisible » du marché financier.

La doctrine des banques centrales est à repenser (11)

Alan Greenspan, l'ancien président de la Fed, a clairement indiqué, dans ses mémoires (12), qu'il estime impossible de prévoir et de prévenir les épisodes spéculatifs (13) qui se transforment en bulle. Il ne croit pas du tout à la possibilité de contrôle ou de régulation *ex-ante*, car le marché financier va plus vite que le régulateur. Il pense qu'il est simplement nécessaire d'empêcher les conséquences récessives de l'éclatement de la bulle. En pratique, cela se traduit systématiquement par des interventions des banques centrales qui « injectent des liquidités » pour sauver les banques de la faillite et protéger le système financier du risque systémique. En théorie, ces liquidités sont réabsorbées, en sortie de crise, par les remboursements des banques. En fait, ces remboursements sont partiels et l'on constate une augmentation permanente de la quantité de la monnaie de base. Ces injections conduisent à valider, de fait, la création monétaire par les banques secondaires, lors des opérations de prêts et tout se passe comme si celle-ci alimentait l'inflation des actifs mobiliers et immobiliers. Par ailleurs, elles ne résolvent évidemment rien (bien au contraire, puisqu'elles donnent raison, après coup, aux prises de risques inconsidérées des banques, renforçant ainsi « l'aléa moral »).

Le « logiciel » de la Banque centrale européenne n'est pas plus adapté à la gestion de la crise financière. La BCE ne veut pas prévenir les risques de bulle : les lois et les règlements à même d'empêcher la formation d'une bulle spéculative ne sont pas de son ressort. Il faudrait donc qu'elle en demande la mise en œuvre au pouvoir politique. Or, une telle démarche serait contraire à sa politique d'indépendance. La BCE sera inefficace, également, dans la maîtrise des conséquences de la crise financière. Si l'inflation est à la hausse, dans le monde et en Europe, c'est une inflation par les coûts du pétrole, des matières premières et des denrées alimentaires, sur lesquels la banque centrale n'a aucun pouvoir. En laissant le crédit se dégrader, en maintenant des taux d'intérêt élevés (du fait du risque inflationniste), la BCE risque essentiellement de provoquer un ralentissement de l'économie, mais sans diminuer, pour autant, l'inflation, c'est-à-dire de provoquer une « stagflation ».

Le blocage de la pensée monétaire de la BCE est évidemment renforcé par la diversité des situations économiques au sein de la zone euro. Pour ne prendre qu'un exemple, il lui aurait fallu refroidir l'activité de

prêt immobilier en Espagne et, sur ce plan, augmenter les taux, alors qu'il lui aurait fallu stimuler l'activité économique, en France, par une baisse des taux...

Enfin, l'indépendance de la Banque centrale continue à créer un frein majeur à la coordination, pourtant indispensable, des politiques budgétaires et monétaires.

Une nouvelle approche est à initier

En conclusion, il est nécessaire aujourd'hui de proposer des voies d'intervention et de régulation qui soient complémentaires aux mesures proposées dans

Les leviers principaux d'une politique économique sont les leviers monétaire et budgétaire. Leur coordination est indispensable afin de tempérer les inévitables cycles d'une économie de marché, dans un contexte de réforme publique. Si la Suède (14) a réussi à faire baisser ses dépenses publiques (passées de 72 % à 60 % du PIB entre 1993 et 1998), c'est grâce à une politique monétaire dynamique contrecarrant les effets récessifs de la baisse des dépenses publiques. Le dogme de l'indépendance de la Banque Centrale Européenne a démontré son inefficience. Comme le suggère Nicolas Baverez (15), « la zone euro doit se doter d'une capacité de pilotage en temps de crise, ce



© Meigneux/SIPA

Les investissements de l'environnement peuvent être financés par la Caisse des dépôts, ou sur des places de marché lancées par cette institution (lancement de BlueNext par NYSE Euronext et la Caisse des dépôts).

le champ traditionnel de l'économie de l'environnement. L'ampleur des défis à venir engage à sortir des carcans intellectuels et à faire preuve d'innovation. Peut-on, à ce stade, lancer quelques pistes ?

Quatre axes de réflexion nous semblent devoir être privilégiés

1/ La coordination des politiques budgétaires et monétaires

qui passe par la révision des statuts de la BCE, par l'unification des normes et des autorités de régulation, par un renforcement des compétences de l'Eurogroupe en matière de fixation de l'objectif d'inflation, de stratégie de change et de coordination des politiques budgétaires. »

2/ Le durcissement – drastique – de la régulation monétaire

Chaque crise conduit les pouvoirs publics à renforcer les dispositifs dits prudeniels. La crise actuelle, de

par son ampleur, doit inciter à imaginer un durcissement drastique de ces dispositifs, même si un tel durcissement est l'objet des plus vives réserves des Anglais et des Américains, dogmatiquement attachés au libre jeu des acteurs.

Sans être évidemment exhaustif à ce stade, on peut citer, *a minima* (16) :

- ✓ la remise en cause de l'intervention des banques centrales, qui fournissent des liquidités de manière non sélective et soutiennent ainsi l'inflation des actifs mobiliers et immobiliers ;
- ✓ l'élargissement du périmètre des entités soumises au contrôle bancaire. Les sociétés de crédit « non bancaires » devraient y être soumises, à partir d'une certaine taille, ce qui n'est pas le cas, aujourd'hui, alors que ce sont précisément certaines d'entre elles (les distributrices de *subprimes*) qui sont à l'origine du « tsunami » financier ;
- ✓ la réforme du système « Bâle 2 » (mis au point en 1990 et entrant en vigueur en 2008 ; déjà obsolète avant d'être mis en application) ; c'est pour « économiser » des fonds propres que les banques ont sorti des risques, de leur bilan vers les marchés, *via* les dérivés de crédit et la titrisation. Le système de Bâle 2 doit être réformé, afin de lui faire réintégrer, dans le ratio de solvabilité, non seulement les prêts, mais aussi les autres actifs risqués (comme, par exemple, les lignes de liquidité d'un programme de titrisation) ;
- ✓ la réforme de l'inspection interne des banques, qui ne contrôle pas efficacement les opérations de marché (la Commission bancaire a un certain pouvoir sur l'organisation interne des banques ; elle peut imposer des réformes de ce type).

Cet ensemble de mesures pourrait contribuer à freiner la croissance du crédit et à ralentir la reprise économique. C'est pourquoi elles nous semblent devoir impérativement être complétées par des mesures visant à financer les investissements et les infrastructures de long-terme.

3/ Le calcul du déficit public

Le mode de calcul du déficit public (17) handicape l'Etat dans son rôle de promoteur du développement durable ; en première approche, c'est l'équivalent, pour une entreprise, de la variation annuelle de sa trésorerie. Le bon sens semble imposer que ce solde reste positif : l'Etat ne peut vivre durablement au-dessus de ses moyens. Une dégradation permanente de la trésorerie se traduirait, mécaniquement, par une hausse de la dette publique, qui ne peut monter jusqu'au ciel.

Mais, en l'occurrence, ce critère n'est pas adapté, en matière de développement durable. En effet, il met sur le même plan des dépenses de fonctionnement et des dépenses d'investissement. Il écrase donc encore plus le long terme que ne le fait le TRI, dans le domaine de la finance privée !

A titre d'exemple, c'est sous la pression de ce critère que l'Etat (18) va favoriser les achats au moins-disant, plutôt que de raisonner en coût global, sur la durée. Si un matériel est plus économe qu'un autre sur le plan énergétique, mais plus coûteux à l'achat, c'est le produit concurrent, plus grand consommateur d'énergie, mais moins cher à l'achat qui sera ainsi choisi. L'Etat va économiser sur le coût de construction et la qualité d'un bâtiment, au détriment de la facture énergétique ultérieure. De la même manière, l'Etat va se séparer d'actifs dont la cession immédiate génère des recettes de trésorerie immédiates, plutôt que de les conserver et, avec eux, le flux des recettes futures. Il ne va pas engager de politique de maintenance, d'économies d'énergie pour son parc de bâtiments, pourtant considérable. Ni engager de politique de prévention : avec certes un coût, aujourd'hui, mais pour des économies, demain. Enfin, dernier exemple, et non le moindre : l'Etat n'est pas incité à développer la recherche publique, alors que c'est un secteur où son action est légitime et indispensable et alors qu'en matière de développement durable, il s'agit, bien sûr, d'un enjeu majeur. Inutile de dire que s'en est un, aussi, dans la compétition économique : nos amis américains ont bien compris que la lutte contre le changement climatique est un enjeu mondial de compétitivité et de développement du business.

De nombreux économistes plaident pour un découplage des investissements, dans le calcul du déficit. Afin d'éviter des querelles sémantiques et de vraies difficultés pratiques, deux catégories d'investissements peuvent être isolées :

- ✓ la recherche et développement ;
- ✓ les investissements à taux de retour calculable sur une durée à définir, *via* des économies effectives d'exploitation (notamment, tout ce qui concerne les dépenses futures en énergies fossiles).

Ils pourraient, ensuite, être immobilisés et amortis sur des durées économiques à préciser. Est-ce faisable, compte tenu des contraintes européennes ? C'est ce qu'affirment Olivier Blanchard et Francesco Giavazzi (professeur à Milan) dans leur contribution (19) à un rapport du Conseil d'Analyse Economique : « Une comptabilité appropriée des dépenses publiques d'investissement, qui conduirait à les séparer des dépenses courantes, semble donc être compatible avec l'article 104.3 ». D'ailleurs la Commission, dans ses propositions du 3 septembre 2004, a bien montré la capacité qu'elle a d'interpréter les textes de référence, en en rendant l'application plus souple. Il est souvent envisagé de sortir l'investissement en Recherche et Développement du calcul du déficit, ce qui irait dans le sens de la stratégie de Lisbonne.

Si cette voie, simple intellectuellement, n'était pas suivie, une solution de deuxième rang pourrait être mise en œuvre, qui pourrait être poussée par les opérateurs privés. Au lieu de sortir ces investissements du calcul du déficit public, c'est la structure juridique qui

ANNEXE

Rappels sur la crise des *subprimes*

Dans un premier temps, la crise des *subprimes* n'a pas surpris les observateurs : le secteur immobilier était connu, surtout aux USA, pour être en surchauffe ; il fallait donc bien qu'il connaisse un refroidissement ! En revanche, son ampleur et l'onde de choc qu'elle a créée dans le secteur bancaire et financier, au niveau international, ont surpris. Pour mémoire, rappelons-en quelques faits saillants :

- ✓ le marché immobilier américain va connaître une baisse majeure (estimée, par exemple, par Paul Krugman à 30 %, soit une réduction de valeur d'environ 6 000 milliards de dollars) ;
- ✓ la crise financière a conduit les banques centrales à « injecter », à plusieurs reprises, des centaines de milliards de dollars dans les circuits monétaires ;
- ✓ de grandes banques de réseau se sont trouvées à cours de liquidités, et elles ont dû demander en catastrophe des prêts aux banques centrales pour faire face à leurs échéances ;
- ✓ à l'automne 2007, de grandes banques ont comptabilisé des pertes ou des provisions très lourdes (23) ;
- ✓ le marché interbancaire européen n'a fonctionné, fin 2007, qu'avec l'intervention permanente (24) des banques centrales (alors qu'en période

normale, les banques, se faisant confiance, ajustent « en bilatéral » leurs positions, au quotidien).

La conséquence en est assez mécanique : les banques étant soumises au respect d'un ratio de solvabilité (en gros : fonds propres/prêts accordés, pondérés par un coefficient de risque) d'environ 8 %, elles seront amenées à réduire, toutes choses égales par ailleurs, leurs concours d'environ 10 fois les pertes en question. Par ailleurs, la chute des marchés de l'immobilier et le ralentissement économique conduiront à un renchérissement du coût en fonds propres de certains prêts. Les banques réduiront leurs lignes de prêts les plus risquées. Au total, la baisse du crédit, aux Etats-Unis, semble inévitable, malgré l'entrée des fonds souverains au capital des grandes banques. Le développement de l'économie reposant sur celui du crédit, l'impact *à minima*, sur la croissance – ralentissement, voire récession – semble, lui aussi, inévitable.

L'origine de cette contagion est bien identifiée : les banques ont inventé des techniques sophistiquées de transfert de risque (en partie, afin d'échapper à la contrainte du ratio de solvabilité susmentionné), en « packageant » leurs prêts immobiliers risqués en titres recédés puis reconditionnés, bénéficiant alors d'une cotation « triple A » attribuée par les agences de notation (25). Mais ces titres se retrouvent, pour finir, dans des filiales de banques et cette notation s'avère aujourd'hui injustifiée, même si elle ne

les porte qu'il faudrait sortir du périmètre public, mais sans en sortir, en revanche, les services publics rendus. C'est l'idée d'une externalisation massive des infrastructures, le privé prenant en charge la fourniture d'une offre de service incorporant tant l'amortissement du capital acheté que les frais de fonctionnement... Cette technique présente, en outre, un gros avantage, en matière de développement durable, en permettant de raisonner en coûts complets (amortissement + frais de fonctionnement). On pourrait, par exemple, concevoir que des opérateurs privés associant constructeurs et « chauffagistes » (et probablement établissement bancaire et financier) achètent à l'Etat les locaux d'un hôpital, en contrepartie d'une concession de long terme de services garantissant la fourniture de chaleur y assurant un niveau défini de confort...

4/ Le financement des investissements de long terme à rentabilité lente

Ces investissements (qui, du fait de leur rentabilité différée, ne peuvent supporter les taux d'intérêt du marché) pourraient être financés par des emprunts auprès de la Banque Centrale, ou cautionnés par celle-ci (en direct, ou *via* une banque comme la Caisse des Dépôts et Consignations ou la Banque Européenne

d'Investissements (BEI) se refinançant auprès de la BCE). Ces opérations peuvent être compatibles avec la lettre des traités européens. La BCE, qui n'a pas le droit de faire d'avance aux Etats, ni de racheter directement des titres de dette publique, peut acheter des titres de dette émis par une agence spécialisée et placés dans une banque du type Caisse des dépôts, ou BEI. La monnaie ainsi injectée se substituerait, de fait, (par le jeu des ratios et des contraintes de politique monétaire visant à limiter la croissance de la masse monétaire) à la monnaie injectée en période de crise pour éviter le risque systémique (et, nécessairement, aussi, à la monnaie créée par les banques pour financer les opérations spéculatives évoquées ci-dessus).

Deux cas concrets nous semblent montrer la faisabilité de ce type de mesure. Le comité opérationnel du Grenelle de l'Environnement sur la rénovation de l'ancien (bâti) propose la mise en œuvre de nouveaux dispositifs de garantie (en réorientant, par exemple, le FOGIME (20) – dispositif certes limité, l'Etat étant contraint, en matière de garantie, à donner, mais dispositif allant dans le bon sens... Plus significatif, la BEI a lancé le 11 janvier 2008 un nouvel instrument financier : l'instrument de garantie de prêt pour les projets de réseaux transeuropéens de transport (21), le LGTT. Le LGTT n'est doté que d'un milliard d'euros, mais «

il devrait stimuler les partenariats public/privé et favoriser un investissement global de plus de 20 milliards d'euros dans les réseaux transeuropéens » (22). Excellent exemple, qui démontrera la réelle faisabilité de cette piste de réflexion (bien sûr, encore bien trop limitée). Sa généralisation aurait l'immense mérite de permettre le financement des investissements, littéralement vitaux, dont notre société a besoin pour faire face aux enjeux du développement durable.

Pour limiter l'ampleur des crises financières : le développement durable

Ces pistes, qui peuvent être de nature à faciliter l'orientation de la finance vers des investissements durables, sont-elles de nature à tempérer la venue ou l'ampleur des crises financières ? Oui, pour une raison simple : orientant de fait la création monétaire et la finance vers des premiers usages « durables » et mobilisant prioritairement une ressource limitée, la création monétaire et le crédit, elles limitent de fait les usages qui alimentent la formation de bulles mobilières et immobilières. Bien sûr, cette approche mérite d'être affinée (notamment, d'être analysée, par secteur) et elle n'a pas l'ambition de régler l'immense problème de l'instabilité financière. Mais si elle permettait d'y contribuer en partie, tout en mettant une partie de la finance au service du développement durable, le jeu en vaudrait vraiment la chandelle...

Notes

- (1) Pour un rappel des éléments saillants du déroulement de cette crise, voir l'Annexe.
- (2) Au chômage, au RMI ou dispensées de rechercher un emploi (le chiffre officiel du chômage n'incluant que la catégorie 1 des inscrits à l'ANPE).
- (3) Comme le montre, par exemple, le baromètre du BIP 40, qui passe de 4,5 (en 1980) à 5,65 (en 2005).
- (4) Eric Heyer, *L'état de la France*, La Découverte, 2007.
- (5) Elle les dépassera de plus de 50 %, soit, sur la période 2008-2012 : environ 900 millions de tonnes de CO₂. A 20 euros la tonne, cela représente un coût de 18 milliards d'euros.
- (6) A chaque crise de confiance, les dernières ayant été, aux Etats-Unis, l'affaire Enron et la disparition du cabinet Arthur Andersen, la réponse est cherchée dans les règles prudentielles ou les ratios de gestion (Mac Donough ou loi Sarbanes Oxley, par exemple).
- (7) Le système hypothécaire américain pousse les banques à prêter aux ménages bien au-delà de leur capacité de remboursement ; les banques parient sur la croissance de la valeur de leur contre-garantie (le prix des maisons) et sur le fait que les autorités monétaires interviendront toujours pour éviter le « risque systémique ». Afin de convaincre les ménages de se sur-endetter, les méthodes commerciales les plus agressives sont employées.

(8) Sans doute, plus ou moins consciemment liée à l'ampleur des opérations offshore...

(9) L'actualisation consiste à affecter d'un coefficient de réduction les montants financiers futurs ; ce coefficient est d'autant plus faible que l'année est éloignée.

(10) Projet lancé par les Américains pendant la Deuxième guerre mondiale, afin de se doter de la bombe atomique avant les Allemands.

(11) Voir le livre de Patrick Artus « Les incendiaires », paru chez Perrin en 2007.

(12) *Le temps des turbulences*, J.-C. Lattès, 2007.

(13) Voir, à ce sujet, le merveilleux petit livre de John Kenneth Galbraith, « Brève histoire de l'euphorie financière », publié au Seuil, qui montre les ressorts très simples de cette spéculation.

(14) Patrick Artus, *op. cit.*, p. 68.

(15) *Le Monde*, 29/01/2008.

(16) En suivant ainsi, en partie, Michel Castel et Dominique Plihon, *Le Monde* du 1^{er} février 2008.

(17) Le déficit public, au sens du Pacte de stabilité et de croissance, se calcule, pour le périmètre concerné (les administrations centrales, territoriales et de sécurité sociale), comme la différence entre des recettes et des dépenses annuelles.

(18) Le Grenelle a initié un chantier « Etat responsable », chargé d'étudier ces questions. Devant la contrainte budgétaire, les plus grands doutes sont permis : comment cette contradiction va-t-elle être gérée ?

(19) Rapport n° 52 du Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, 2004.

(20) Fonds de Garantie des Investissements de Maîtrise de l'Energie.

(21) Il faudrait qu'il soit strictement limité au fluvial et au ferroviaire.

(22) Philippe Maystadt, président de la BEI ; *La Tribune* du 10 janvier 2008.

(23) 24,5 milliards de dollars pour Merrill Lynch, et plus de 100 milliards, au total, pour les 10 plus grosses. Sans parler de la Société Générale, les banques françaises ne sont pas les plus exposées, notamment parce qu'en France, le surendettement hypothécaire n'est pas pratiqué ; mais elles ne sont pas totalement épargnées, car elles ont, toutes, une exposition internationale.

(24) Certes, dès que les choses reprendront leur cours normal, ces « injections » (qui ne sont, en fait, que des avances en compte-courant) seront remboursées (partiellement) et les banques n'y auront perdu qu'un surcroît de taux d'intérêt. Mais les opérations sur les *subprimes* se sont, en revanche, quant à elles, bien soldées par des pertes cumulées (plus exactement, par des manques-à-gagner considérables).

(25) Qui sont, aujourd'hui, mises en cause (elles sont soupçonnées de manquer d'indépendance par rapport à leurs clients) et amenées à réduire la voilure, suite à la chute massive de l'offre de ces produits structurés...

(26) Les règles de comptabilité anglo-saxonnes obligent toutes les entreprises à valoriser « en permanence » leurs titres de participation à leur valeur de marché.

