

Compte rendu du séminaire

« LES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS PUBLICS, ACTEURS DE LA TRANSITION
ÉCOLOGIQUE »

Hana Maazoun
(étudiante, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne)

LES INTERVENANTS :

- Dominique Plihon & Sandra Rigot (Université Sorbonne Paris Nord) : Les intermédiaires financiers publics et le changement climatique
- Dr. Sebastian Schich, BEI, département économique : La Banque européenne d'investissement et l'évolution de sa mission
- Christoph Scherrer, Université de Kassel : La KfW, un acteur majeur du développement et de la transition écologique

1. **SANDRA RIGOT** (*maître de conférences en sciences économiques à l'Université Sorbonne Paris Nord*)

On s'intéresse aux intermédiaires financiers publics (IFP) car ils sont considérés comme des acteurs majeurs dans de nombreux pays du fait de leur capacité à financer des projets de taille importante, avec une maturité longue, leur permettant de générer des externalités positives. L'enjeu qui en découle a été de se demander s'ils peuvent endosser le rôle d'acteur dans la transition énergétique.

La littérature académique tend à mettre en exergue un paradoxe. D'un côté on reconnaît le rôle primordial de ces acteurs face aux limites du système financier et bancaire depuis la crise financière de 2007. De l'autre côté, on a une forme d'incomplétude et d'hétérogénéité puisque ces acteurs financiers ne font pas l'objet d'une définition consensuelle et qu'il y a des lacunes théoriques. En effet, les approches théoriques dominantes sont inadaptées car elles limitent le rôle des IFP à la réduction des défaillances de marché.

D'un point de vue empirique, la plupart des analyses se concentrent sur les banques publiques de développement alors qu'il existe une vaste variété d'IFP. L'idée de l'article a été de venir compléter les travaux en renouvelant notamment le cadre d'analyse de l'intermédiation financière, mais aussi de proposer une typologie originale de ces intermédiaires, basée sur une analyse multicritère, permettant ainsi d'identifier les points communs et les spécificités. Cette typologie permet aussi de faire un premier état des lieux des politiques climatiques des intermédiaires financiers publics européens.

Les limites théoriques

On a un cadre standard où la défaillance de marché n'est qu'une condition nécessaire mais non suffisante à l'intervention des pouvoirs publics. Cette dernière étant justifiée uniquement si les gains d'intervention l'emportent sur les coûts associés de défaillance de gouvernement. Or, ce cadre n'est pas adapté à la transition climatique qui implique des défis de trois ordres :

- **L'horizon du changement climatique est long** et se situe au-delà de l'horizon décisionnel des acteurs financiers

- **La nature du risque climatique est systémique**, susceptible d'affecter le fonctionnement global du système finance
- **La prise en compte du changement climatique nécessite des financements importants** qui vont au-delà des capacités de la majorité des acteurs financiers. C'est 2 à 3% du PIB chaque année pour adapter l'appareil de production.

Constatant ces critiques, des économistes ont essayé de renouveler cette analyse en s'appuyant sur des travaux de Keynes, Minsky, Schumpeter etc... Par exemple, *Mazzucato* considère que l'intermédiation traditionnelle et les marchés financiers ne sont pas en mesure de faire face aux risques climatiques. En effet, l'idée a été de démontrer que l'intervention de l'Etat est nécessaire pour remplir la fonction d'assureur et preneur de risque en utilisant la régulation prudentielle, la planification écologique, mais aussi en mandatant des IFP. Cette intervention publique peut aussi se faire en confiant des missions et en menant des politiques de financement contracycliques afin de stabiliser l'économie. Enfin, leur action peut s'opérer via la contribution aux financements d'opérations risquées d'entreprises innovantes.

Dans la mesure où la transition climatique requiert des financements massifs que les banques et investisseurs privés ne peuvent pas faire seuls, les IFP ont une fonction stratégique de **catalyseur de financement privé**.

Les limites empiriques

La littérature empirique étant centrée sur les banques publiques, l'idée est de voir si elles peuvent améliorer le bien-être social, dans la mesure où elles remédient aux défaillances de marché. On obtient alors des résultats controversés. Certaines études montrent le rôle négatif des banques publiques. Cependant, plus récemment, la majorité des études tend à montrer le contraire. En effet, les banques publiques jouent un rôle contracyclique qui vient compenser la baisse des prêts des banques privées.

A partir d'étude de cas dans des pays développés, **Griffith-Jones** a abouti à des résultats qui montrent que les banques publiques ont un double rôle :

- A court terme, un rôle important de stabilisation macroéconomique
- A long terme, ces banques peuvent être des véhicules institutionnels des politiques publiques structurelles, en particulier dans les pays émergents, qui auront donc pour but d'accompagner la transition écologique.

A partir des différents travaux, on peut dire que ces acteurs ont quatre fonctions :

1. ***Offrir un financement contracyclique***
2. ***Financer des biens publics***
3. ***Soutenir une conception dynamique et stratégique de la croissance***, notamment en accompagnant les transformations structurelles et l'accumulation du savoir
4. ***Jouer un rôle de catalyseur des financements privés***, ces derniers ne voulant pas prendre le risque de financer des projets risqués à court terme.

L'Histoire économique montre, par ailleurs, que ces acteurs ont eu plusieurs phases d'actions :

- **Au XIX^{ème} siècle** : l'Etat crée des institutions financières publiques qui ont pour rôle de financer des projets de grande ampleur
- **Période d'après-guerre** : au cours des trois décennies qui suivent, une grande partie des acteurs bancaires et financiers passent sous contrôle public (la Banque Européenne d'Investissement en 1958, par exemple). Pendant cette période, les économistes considéraient que les intermédiaires financiers publics permettaient l'amélioration du bien-être. Puis il y eut la période de libéralisation financière, en réaction à la « répression financière » associée à l'intervention publique, qui s'est accompagné d'une privatisation des institutions financières.

- Crise financière de 2008 : elle révèle l'excès de la financiarisation des banques et nous conduit à espérer qu'on pourra redonner un rôle stratégique aux intermédiaires financiers publics. A titre d'illustration, le Green Deal européen, lancé en septembre 2019, prévoit de donner un rôle important aux banques publiques européennes et nationales.

Au total, un ensemble d'arguments économiques et historiques plaident en faveur des intermédiaires financiers publics comme pilier de nouveaux financements de long terme. En pratique, ces derniers sont d'une grande diversité et sont mal répertoriés, d'où la nécessité de les clarifier.

4 critères principaux ont été distingués :

1. Propriété et contrôle public
2. Existence de missions d'intérêt général
3. Nature des ressources et instruments de financement
4. Types d'emprunteurs et secteurs visés

En regroupant les deux premiers critères, on obtient comme définition : **toute institution financière qu'au moins un Etat ou collectivité publique possède et/ou contrôle avec un mandat légal explicite pour atteindre des objectifs socio-économiques plus ou moins larges dans un secteur donné.**

La prise en compte d'un troisième critère lié aux instruments permet de distinguer deux grandes catégories d'intermédiaires financiers :

- Les banques publiques, qui octroient du crédit
 - o Banque multilatérale de développement
 - o Banque nationale de développement
 - o Banque d'investissements verts (nouvelle génération de banque publique)
 - o Banque commerciale sous contrôle publiques (n'existe plus vraiment)
- Les fonds d'investissement publics, qui financent par l'achat de titres
 - o Fonds de pension
 - o Fonds souverains

Il est important de souligner que les IFP ne constituent pas un groupe homogène, et qu'il existe des différences en termes de taille et de géographie (par exemple, le poids d'un fonds d'investissement public est supérieur à celui des banques publiques).

Les encours des intermédiaires publics sont bien plus faibles que ceux des intermédiaires privés. Il y a aussi des différences géographiques. Les fonds privés et publics, et les banques privées se trouvent dans les pays développés, les banques publiques dans les pays à revenus intermédiaires, et les banques vertes se situent généralement dans les pays développés sans banque nationale de développement.

Il existe aussi des différences réglementaires. Les fonds d'investissement publics n'ont pas de contrainte de liquidité à court terme comme c'est le cas pour les banques, cela étant lié à leur épargne de long terme, et les banques publiques bénéficient généralement de la garantie de l'Etat, et dans certains cas du refinancement de la banque centrale.

Par ailleurs, on regarde la place de leurs engagements climatiques dans leurs missions. On constate des situations hétérogènes car les banques de développement multilatérales ont un mandat large qui donne la priorité à lutte contre la pauvreté, la faim, la santé etc... tout en prenant en compte l'urgence climatique, mais cela se fera surtout via la création de fonds climats dédiés. Les banques nationales de développement ont un mandat large au sein duquel le climat est une priorité et d'autres ont des mandats spécifiques sur le financement des infrastructures. Les banques vertes sont les seules à avoir un mandat exclusivement dédié au climat mais un domaine d'intervention limité car il est local et de faible taille. Enfin, les fonds

d'investissement publics ont été progressivement incités à intégrer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leurs décisions d'investissement suite aux initiatives internationales.

Politiques climatiques des IFP européens

Les auteurs se sont focalisés sur un échantillon des leaders européens, tels que KfW, BEI, ABP... L'engagement de ces leaders est assez tardif et inégal.

La BEI a mis en place un plan climat explicitement en 2015. On observe des inégalités par rapport aux objectifs affichés car la plupart des banques ont affiché des objectifs chiffrés. Par exemple la BEI s'engage à consacrer 25% des investissements pour réduire et atténuer le changement climatique.

De plus, quand on compare les déclarations d'intention avec la pratique, on observe des différences. Par exemple, le fonds souverain norvégien a une politique d'investissement responsable mais ambivalente parce qu'il finance toujours l'exploitation de gisements pétroliers, et son portefeuille dans le secteur du pétrole et gaz est toujours important.

Ainsi, les stratégies d'investissement climatique des principaux intermédiaires financiers européens sont assez récentes, inégales et insuffisantes, et demeurent assez opaques. En effet, il est difficile de faire une évaluation des politiques climatiques et leurs impacts du fait d'un manque d'informations extra-financières. La mise en oeuvre des engagements n'est pas vérifiable, ce qui s'explique par le caractère volontaire et facultatif des publications d'informations chiffrées sur les investissements verts par rapport à ceux du secteur fossile, ou encore sur les cessions d'actifs.

Dans cette optique, il est proposé de rendre obligatoires les recommandations de la TCFD («Task force on Climate-related Financial Disclosures») dans les rapports annuels sur les investissements verts par rapport aux investissements des secteurs fossiles, les cessions, les dépenses environnementales, les provisions des secteurs à faible émission carbone mais aussi des combustibles fossiles.

Gouvernance des fonds et processus d'investissement

Les banques publiques délèguent des financements à des institutions financières ou des banques privées pour le financement des projets ou encore le financement par le marché des obligations vertes. Or, ce mode de financement connaît des limites parce qu'il est marginal et pose un problème de transparence sur le suivi du reporting, sur la baisse des émissions de CO2 dans les investissements liés aux obligations vertes. Par ailleurs, les fonds d'investissement publics délèguent aussi à des sociétés de gestion privée présentent sur des indices boursiers, qui ne se situent pas dans des trajectoires de scénario adaptés.

Ainsi, on peut s'interroger sur la prise en compte effective des critères ESG dans le processus de décision d'investissement. Cela nous conduit à penser que l'amélioration des pratiques passe par la modification de la gouvernance et la réduction de la délégation de la gestion d'actif au profit d'une gestion interne puisque les institutions financières privées sont soumises aux exigences de rentabilités financières à court terme.

Enfin, les récentes crises financière et sanitaire ont montré leur rôle stratégique pour le fonctionnement et la stabilité du système financier. Ces dernières ont aussi mis en avant le rôle important des banques centrales dans le domaine de la transition énergétique ne serait-ce qu'en refinançant les banques publiques.

| 2. SEBASTIAN SCHICH, BEI, DEPARTEMENT ECONOMIQUE

Présentation de la BEI

La Banque Européenne d'Investissement (BEI) fait partie des institutions mères créées avec l'établissement de l'Union Européenne par le Traité de Rome (Traité sur le fonctionnement de l'UE). Il a défini les missions et le mode de gouvernance de cette institution : c'est un corps indépendant de l'UE, financé de manière autonome.

C'est en 1958 qu'elle commence à exercer ses missions, qui restent encore aujourd'hui au centre de ses actions : contribuer au développement de l'Europe en finançant des projets.

Aujourd'hui, la BEI a évolué et s'est divisée en deux entités :

- **BEI** (institution la plus ancienne et la plus importante) : récolte des fonds à long terme sur le marché international des capitaux.
- **FEI (fonds européen d'investissement)** : soutient les petites et moyennes entreprises en les aidant à accéder à des moyens de financement.

Cette institution s'adapte au contexte dans lequel elle évolue. Par exemple, dans les années 1960, l'enjeu était la reconstruction post-guerre. Dans les années 1970, l'objectif était de financer la mise en place du marché unique etc... Depuis 2020, les principaux enjeux sont centrés sur l'éducation, la recherche et l'innovation.

Les missions de la BEI s'appuient sur quatre objectifs de politique publique :

1. Soutenir les actions climatiques
2. Promouvoir la cohésion sociale et économique
3. Augmenter la compétitivité de l'Union Européenne
4. Améliorer la vie des générations futures

Ces derniers indiquent les secteurs prioritaires où les financements de la BEI sont dirigés et associés à des orientations annuelles spécifiques dans les plans d'opérations des banques. Actuellement, on a quatre priorités : l'innovation, l'environnement, l'infrastructure et les petites et moyennes entreprises. Leur poids évolue au fil du temps : on s'est longtemps focalisé sur le développement des infrastructures mais on voit une augmentation de l'importance de l'action climatique.

Les financements de la BEI

Les financements attribués par la BEI proviennent de fonds levés, notamment en vendant des bons à des investisseurs sur le marché des capitaux international. On observe qu'elle est force d'innovation quand en 2007 elle a émis le tout premier bon vert sur le marché.

L'aspect financier de cette banque est important du fait de son autonomie. Il faut que les investissements réalisés soient rentables. L'enjeu est donc d'aligner à la fois les attentes des marchés et les objectifs de l'UE.

Cette complexité nécessite une classification des projets en fonction des instruments financiers utilisés (prêts, garanties...) et met en avant le rôle important de la BEI : elle ne se réduit pas uniquement à une activité de prêts, mais aussi de conseil et de mise en commun des différents besoins.

Par ailleurs, la BEI s'assure que ses actions s'inscrivent bien dans une logique d'additionnalité. C'est notamment en ce sens qu'elle contribue au développement de nouveaux marchés tels que celui des bons verts ou encore vient en soutien à la recherche et au développement. L'évaluation de l'impact et de l'additionnalité des actions de la BEI repose sur trois niveaux.

D'abord, l'idée est de mettre en place un test standard qui va mesurer l'impact et l'additionalité d'un projet. Un autre moyen est de mener des études ex-post, qui se focaliseront sur l'impact d'un projet en particulier, ou d'un type de produit offert par la BEI. L'avantage d'une telle mesure est qu'elle permet de fournir une analyse basée sur un contrefactuel. Enfin, le troisième niveau d'analyse repose sur la modélisation macroéconomique : on va observer quels sont les impacts sur les différents secteurs tel que l'emploi, ou encore l'impact sur le PIB...

Conclusion

La BEI est confrontée à différents défis :

- **Mettre en place un environnement opérationnel** : malgré les différents chocs qui apparaissent la BEI doit pouvoir continuer de respecter les objectifs et les priorités qu'elle s'est attribuée tout en intervenant pour réduire les effets du choc. Par exemple, avec la crise de la Covid-19, elle s'est vue intervenir à court terme pour réduire l'incertitude et investir massivement dans la recherche et l'innovation.
- **Fournir des estimations sur l'endettement** dans un contexte où les priorités des politiques ne cessent d'évoluer et où de nouveaux défis apparaissent, tel que celui du changement climatique. Malgré leur expertise dans les questions relatives à l'emploi, la croissance, et l'innovation, le manque de connaissance sur les sujets environnementaux et donc les effets du changement climatique constituent autant de défis.
- **Rééquilibrage des financements** : en 2020, les entreprises se sont encore plus endettées. Cela nous conduit à nous questionner sur la soutenabilité du modèle. Ainsi, des instruments tels que les capitaux propres tendent à devenir indispensable pour garantir la pérennité des investissements.

| 3. **Christoph Scherrer**, Université de Kassel

Présentation de la KfW

La KfW est la 3ème plus grande banque en Allemagne. Elle a été créée dans le but de reconstruire l'ouest de l'Allemagne et de promouvoir le développement du pays. Elle se focalise sur les petites et moyennes entreprises, les nouvelles filières (par exemple les fonds de capital-risque), soutient l'industrie d'exportation, et l'industrie allemande manière globale, promeut le développement...

Historique

La KfW a joué un rôle important pour le secteur de l'éolienne en Allemagne, puisque 40% du développement de cette énergie a été soutenue par cette banque. En effet, l'efficacité énergétique fait partie du cœur de l'action de la KfW et c'est notamment cet élément qui fait sa différence.

L'autre raison du succès de cette banque repose sur son mode de gouvernance. Elle bénéficie d'un fort soutien politique car elle est détenue à 80% au niveau fédéral et à 20% par les Etats allemands (Länder), mais aussi du soutien de la société civile. Tous ces facteurs lui confèrent une place et une légitimité importantes.

La discussion a été introduite par Jean-François Ponsot

| 4. Jean-François Ponsot, Université de Grenoble Alpes

Il est intéressant de voir comment à l'échelon nationale, régionale, multilatérale, nous avons des institutions qui émergent et réémergent pour faire face aux défis climatiques.

On peut distinguer 3 grands questionnements :

- **Perspective historique** qui met le focus sur un type de PFI : la banque publique de développement
- **Perspective économie politique internationale** : on distingue 3 grandes périodes
 1. Dans les *années 1970*, on a un déclin généralisé des banques publiques de développement : influence théorique, idéologique, avec la montée en puissance de la théorie de la répression financière. S'ajoute à cela le mouvement de réformes de libéralisation qui s'accélère, avec un contexte idéologique, un contexte néolibéral de la Commission européenne.
 2. A la fin du *XX^{ème} siècle*, on a eu un contexte défavorable aux banques publiques de développement qui avaient connu un âge d'or après la Seconde Guerre mondiale. Plusieurs autres arguments peuvent expliquer ce déclin :
 - o **Bilan contrasté de l'efficacité des politiques publiques de développement** qui ont été financées par les banques publiques de développement notamment dans les pays africains. Ces derniers avaient à l'époque obtenu leur indépendance et mis en place de nouvelles institutions. En regardant les différents projets de développement financés, on s'aperçoit que beaucoup se sont avérés inefficaces dans les années 1970.
 - o **Contexte structurel et dynamique de l'époque** : fin du système de Bretton Woods. On a une globalisation financière qui facilite la circulation des paiements, des mouvements plus structurels, un recyclage de pétrodollars. C'est un contexte qui va mettre en avant le rôle important des banques internationales privées pour le financement du développement. On voit que le financement public n'est plus efficace. On a une manne financière nouvelle qui apparaît notamment avec les banques privées internationales. On rentre alors dans une période où le financement privé externe sera privilégié.
 3. Effet de balancier de la *crise financière de 2007* : on a une évolution des institutions elles-mêmes. Un tournant pour ces institutions avec notamment la BEI qui développe une nouvelle stratégie climatique avec des priorités qui évoluent. Les mandats, les instruments changent aussi. A cela s'ajoute d'autres initiatives multilatérales fortes : l'AFD en novembre 2020, lance l'initiative « *finance in common* », avec un sommet sur les banques de développement en transition. Un réseau de 450 banques de développement a été constitué. Elles ont mis en commun leur expertise pour savoir comment mieux financer les Objectifs de Développement Durable (ODD) et la transition.
- **Nouveau paradigme financier** : Avec l'approche normative de la littérature, on voit apparaître des propositions sur le verdissement du système financier. On souhaite montrer qu'il faut non seulement procurer des financements massifs pour la transition mais aussi se confronter aux risques financiers associés au changement climatique.
 - o Comme l'a expliqué Christoph Scherrer, l'exemple de KfW montre que ce qui fait son succès, c'est le contexte, l'écosystème de compromis. Ce dernier vient associer un support politique et des acteurs financiers forts, accompagné d'un

soutien de la société civile. L'expérience a montré que, sans légitimité, sans soutien, il y a des ambiguïtés et des résistances (cf les différents projets développés en Amérique du Sud)

DISCUSSION DES PRESENTATIONS

Jean-François Ponsot : Comment le monde académique s'approprie cette question ?

Dans leur papier, Sandra Rigot et Dominique Plihon expliquent qu'il faut aller au-delà de l'approche standard de l'économie. Il faut avoir une approche hétérodoxe de la question pour la traiter de façon exhaustive. Il s'agit de combiner des éléments keynésiens de stabilisation macroéconomiques, financiers avec une approche schumpétérienne centrée sur l'innovation.

Banque publique de développement face au défi climatique

Dans le tableau de Sandra Rigot et Dominique Plihon, on voit la distinction entre les financements à travers les bons sur marché et ceux avec les allocations budgétaires de l'Etat : derrière cette distinction, deux visions s'opposent

- Le levier financier à privilégier peut être une source de conflit, de désaccord. Quand on est dépendant des marchés financiers, on n'arrive pas à atteindre les objectifs : opposition marché et Etat
- La notion de catalyseur est intéressante : mais qu'en est-il du rôle des banques privées ? renforcer leur rôle en les restructurant ?

Autres questions posées :

Qu'en est-il de la dépendance qui existe entre les banques publiques de développement et le marché ? Quels rôles doivent avoir les banques privées par rapport aux banques publiques ? Existe-t-il une compétition ?

Est-ce que les banques publiques doivent avoir comme compétence la création monétaire ?

Devons-nous revoir notre mode de croissance ?

Christoph Scherrer

La dépendance qui existe entre les banques publiques de développement et le marché pose deux problèmes :

- Les banques publiques deviennent des acteurs actifs sur les marchés de capitaux
- Les banques essaient de rester rentables, de garder une notation correcte. Toutes ces raisons les poussent à ne pas prendre de risque. Or la lutte contre le changement climatique nécessite une prise de risque.

La relation qui doit exister entre les banques privées et publiques ne doit pas être sur la base de la compétition. Il doit y avoir un partage de profit entre elles.

En ce qui concerne le rôle de la Banque Centrale, Greenpeace a publié un rapport qui indique que la banque centrale doit considérer le changement climatique dans ses actions.

On pourrait imaginer que cela aura un effet de pression sur la BCE. Cela pourrait conduire les banques centrales à réadapter leurs instruments, et notamment dans le cas de rachat d'actif. Celles-ci pourraient refuser de racheter des actifs qu'ils savent non-soutenables.

Sebastian Schich

Le rôle de la banque centrale doit être nuancé. Il n'est pas possible pour elle de financer directement les banques publiques de développement (l'exemple de la BEI illustre bien cela). Cela pose une autre question : dans quelle mesure la banque centrale peut intervenir dans le processus de verdissement des actifs ?

En ce qui concerne les statuts de la BCE, il est clair qu'elle n'est pas autorisée à financer les politiques publiques.

En ce qui concerne les relations entre les banques privées et publiques, ou encore entre les banques publiques et le marché, elles sont importantes. Il y a nécessité d'agir conjointement. Puisque les banques publiques s'autofinancent, elles ont besoin d'interagir avec le marché.

Qu'en est-il de ce nouveau contexte, des théories de la décroissance et de l'économie écologique ? Est-ce que la transition doit s'appuyer sur une nouvelle forme de croissance ou une absence de croissance voire de décroissance ?

Sebastian Schich

Les institutions publiques de développement seront amenées progressivement à justifier l'impact et l'additionnalité de leurs actions. Avec les moyens actuels, il semblerait difficile de passer d'un système basé sur la croissance à un système plus qualitatif. C'est pour cette raison qu'il faut s'assurer qu'il y a une communication transparente. Nous devons pouvoir savoir quels seraient les potentiels effets sur le climat de nos investissements. Ceci nous conduit à une autre problématique qui est celle du « green washing ».

Questions des participants

Les capacités publiques d'investissement sont 6 fois inférieures à celles du secteur privé, sans changement majeur des règlements : *quel rôle pour les réglementations ? Comment pourrions-nous avoir une adaptation des acteurs publics par rapport aux enjeux ?*

Sandra Rigot

Cela pose la question de la complémentarité entre les intermédiaires financiers privés et publics. C'est un aspect à construire puisque, pour l'instant, on a de la délégation de gestion à des acteurs privés et on sait que cela conduit à une logique court-termiste qui privilégie le critère de rentabilité financière. Cet aspect met en avant les limites de la complémentarité.

En ce qui concerne la question du levier financier : que cela soit public, privé, ou encore passant par le marché, il y a toujours des avantages et des inconvénients

- Si on passe par le public, on n'a pas la pression du marché mais, avec des politiques d'austérité, les financements risquent de baisser.
- Par le marché, on fait reposer les financements sur l'épargne de long terme ; mais si elle est gérée par les acteurs soumis à pression de court terme cela ne fonctionne pas.