

Orienter le crédit dans un monde ouvert :

l'angle mort du modèle économique européen



Vassily Kandinsky, *Peinture inachevée, 1944*

La politique d'orientation du crédit, le pilotage par l'État de son allocation sectorielle, est généralement perçue comme incompatible avec un système financier mondialisé. Ce papier soutient que cette idée repose sur une confusion entre contrôle du crédit et contrôle des capitaux. En revenant sur l'expérience française d'après-guerre, puis sur les cas coréen, japonais, indien et chinois, nous montrons qu'il existe un *continuum* de formes de direction du crédit, adaptables au degré d'ouverture économique. L'Europe dispose déjà, de manière fragmentée et inavouée, d'instruments qui constituent les éléments d'une politique de crédit. Mais leur « légèreté », le fait de les mener sans les nommer, est devenue contreproductive face à l'ampleur des besoins de la transition. Nous défendons donc la nécessité d'assumer frontalement une politique de crédit européenne, qui s'appuierait sur une coordination institutionnelle démocratique, indispensable pour assurer les grandes transformations économiques.

Introduction

La question de l'orientation du crédit a longtemps été victime d'un double discrédit. Associée tantôt au dirigisme français d'après-guerre, tantôt à la Chine contemporaine, la politique de contrôle du crédit¹ est généralement perçue comme le signe d'une économie fermée², incompatible avec un système financier mondialisé, où toute tentative se heurterait à l'arbitrage des investisseurs qui déplaceraient leur épargne vers des juridictions moins contraignantes ; désuète quand elle renvoie au passé, autoritaire quand elle renvoie au présent. Rares sont ceux qui ont cherché à dépasser cette alternative pour en proposer une vision plus nuancée.

Pourtant, la situation actuelle exige précisément de faire preuve d'imagination. Les besoins d'investissement pour assurer la transformation environnementale de nos économies, tout en répondant aux crises qui se succèdent, sont sans précédent historique. Le rapport Draghi estime qu'il faudrait accroître les investissements annuels de cinq points de PIB de l'Union européenne, portant la part de l'investissement de 22 % à 27 %, un niveau inégalé depuis les années 1970. Pour donner un ordre de grandeur, le plan Marshall ne représentait qu'entre 1 % et 2 % du PIB. Et ces chiffres ne tiennent pas compte d'autres besoins conséquents, tels

que ceux qui concernent l'adaptation ou la biodiversité.

Mais une question clé demeure : un contrôle du crédit cohérent avec nos ambitions écologiques est-il possible dans un monde ouvert ? La multiplication des crises géopolitiques a remis la « souveraineté économique » au centre du débat public, et le monde se referme par endroits. Il reste pourtant très difficile de défaire l'interpénétration des sphères financières internationales sans un coût de sortie considérable. Comme l'a illustré l'épisode de janvier 2026 – lorsque des dirigeants européens ont évoqué la possibilité de vendre des obligations souveraines américaines pour contrecarrer les menaces tarifaires de Donald Trump – cette option est davantage évoquée comme une arme de destruction massive, qui aurait des conséquences néfastes pour tous les camps, que comme une vraie démarche.

En réalité, une forme de politique de crédit est déjà en train d'émerger à bas bruit en Europe. Depuis la crise de 2008, une remise en question du modèle de financement néolibéral s'est amorcée, et des mécanismes « hors marché » ont été progressivement réintroduits, c'est-à-dire des dispositifs qui influent sur les conditions de financement par la réglementation ou par l'intervention d'institutions publiques. L'assouplissement quantitatif, les opérations de refinancement ciblées à long terme de la BCE, les garanties publiques massives déployées pendant la crise du Covid, les prêts préférentiels de la

¹ Par contrôle ou direction du crédit, nous entendons l'ensemble des dispositifs par lesquels l'État oriente l'allocation sectorielle du crédit, que ce soit par la réglementation, les institutions publiques, la politique monétaire ou la régulation prudentielle ; une définition volontairement large, qui va au-delà de l'encadrement quantitatif direct pour englober les formes contemporaines de guidage.

² Par « économie fermée », nous entendons ici un régime dans lequel les flux de capitaux transfrontaliers sont étroitement contrôlés par l'État, sans l'assimiler à l'autarcie commerciale : la Corée, par exemple, était une économie fermée financièrement mais ouverte commercialement.

Banque Européenne d'Investissement dans le cadre du *Green Deal* : autant d'instruments qui, sans jamais être nommés comme tels, constituent de fait des interventions dans l'allocation du crédit.

Mais la « légèreté » de cette politique, c'est-à-dire sa dépolitisation — le fait de la mener sans la nommer car celle-ci est moins impopulaire qu'une hausse de taxes¹ — est-elle tenable ? Ce texte appuie deux conclusions importantes. La première est que **le contrôle du crédit ne doit pas être pensé comme une question binaire, impossible sans fermeture radicale de nos économies**. Le marché du crédit peut être segmenté, et il existe un *continuum* de formes de pilotage, du rationnement autoritaire à la coercition par les règles prudentielles, entre lesquelles il nous appartient de choisir. La seconde est qu'**une politique de crédit ambitieuse ne pourra pas indéfiniment avancer masquée**. L'assumer et la qualifier frontalement implique de repenser plus largement notre doctrine économique, car dès lors que l'État oriente le crédit, des choix sectoriels fondamentaux s'imposent, et avec eux des arbitrages entre intérêt public et intérêts privés que la « légèreté » du crédit ne pourra plus esquiver.

1. Le contrôle du crédit historique dans un monde fermé : le cas de la France

Effectuer un pas de recul permet de retracer le contexte particulier dans lequel le contrôle du crédit a été mis en place en France dans sa version la plus aboutie. A partir du début de la Deuxième guerre mondiale, face à un

accroissement considérable des besoins, les instruments de financement public français se diversifièrent et une partie conséquente de ce financement devint hors marché, ce qui eut un impact significatif sur la direction du crédit. Ce système fut maintenu et même entériné après la guerre dans le contexte de la Reconstruction.

Cependant, se pencher sur les archives de l'époque permet de comprendre quel était le contexte et les contraintes associées. Comme l'écrit François Bloch-Lainé, figure de la haute fonction publique de l'époque, il fallait se prémunir contre les « fuites certaines » du circuit de financement — les opérations en devises étrangères — et se méfier des flux avec des acteurs hors de la France métropolitaine, difficiles à contrôler². Les principaux partisans de ce nouveau modèle de financement hors marché se mirent ainsi à défendre une économie fermée, en s'opposant notamment aux emprunts à l'étranger. Les réflexions des économistes de l'époque se concentraient donc essentiellement sur les manières de capter l'épargne nationale, la grande priorité.

Cette organisation était loin de se limiter à des considérations purement techniques, elle allait de pair avec des conceptions économiques éloignées de notre doctrine actuelle. De l'État, tout d'abord. Comme l'écrivait l'ancien premier ministre Pierre Mendès France dans son cours à l'ENA en 1950 : une fois le « prélèvement » nécessaire « sur la masse globale des ressources de la Nation » effectué, les crédits devaient être dirigés « vers les collectivités et les entreprises qui sont appelées à les utiliser ». L'État était donc selon lui un grand « rond-point

¹ A ce sujet, voir Quinn, S.L. (2019), *American Bonds. How Credit Markets Shaped a Nation*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

² Bloch-Lainé, François, et Pierre de Vogue. *Le Trésor Public et le Mouvement Général des Fonds*. Bibliothèque de la Société économique. Paris: Presses Universitaires de France, 1961.

distributeur ». De manière plus générale, la frontière était plus fine à l'époque entre secteur public et privé. En effet, François Bloch-Lainé allait jusqu'à parler de « l'économie concertée »¹, une nouvelle organisation où les querelles entre les libéraux et les Étatistes auraient été résolues, et où l'État ne serait plus considéré comme un parasite, mais comme fonctionnant en harmonie avec le secteur privé : « l'État n'est qu'une idée juridique, mais non pas une réalité matérielle. Il n'y a pas de dépenses de l'État (...) car l'État n'existe pas. ».

La conception de la dette était également différente. La dette à court terme n'était pas jugée comme bonne ou mauvaise dans l'absolu, mais adaptée à une économie administrée et de contrôle de capitaux. En effet, ses inconvénients étaient considérés comme moins prégnants en régime de direction du crédit et de contrôle des changes qu'en régime de liberté complète. Comme l'écrivait à l'époque François Bloch-Lainé : « la consolidation ne deviendrait indispensable que si l'on abandonnait toutes les contraintes qui pèsent sur les banques en ce qui concerne l'emploi et leurs ressources et si l'on rétablissait la liberté des mouvements de capitaux entre les nations. ». Finalement, selon lui, défendre un système « libéral » revenait à faire une apologie de la III^e République, alors que des décisions catastrophiques avaient été prises à cette époque : les Français n'avaient pas investi dans l'économie nationale, mais dans des fonds russes, emprunts sud-américains ou centre européens.

Enfin, à l'époque, un fort contrôle était exercé sur les banques. La loi bancaire de Vichy du 13 juin 1941, toujours en vigueur dans les années 1950, organisa pour la

première fois une réglementation d'ensemble de la profession bancaire en France, en créant un Comité d'organisation professionnelle et en soumettant l'ouverture de guichets à autorisation. La loi du 2 décembre 1945, qui reprit pour partie ce cadre, instaura un cloisonnement en trois catégories — banques de dépôts, banques d'affaires, et banques de crédit à long et moyen terme — et nationalisa la Banque de France ainsi que les quatre grandes banques de dépôt. Ces banques géraient près de 60 % de la monnaie bancaire. Comme en témoignent les acteurs de l'époque, cette mesure fut cruciale pour le circuit puisque c'est ainsi que l'État gagna le contrôle à la fois de la monnaie et du crédit.

Le début du démantèlement du circuit du Trésor, dont les prémices remontent au milieu des années 1960, n'a cessé d'aller de pair en parallèle avec une ouverture économique : marché commun, libéralisation des mouvements de capitaux, éclatement du système de Bretton Woods en 1971, passage aux changes flottants et internationalisation des marchés financiers. Cette transition a été de surcroît renforcée par la construction européenne. Le traité de Maastricht, l'indépendance de la Banque de France en 1993, puis la création de la Banque Centrale Européenne et de l'euro, ont achevé de substituer au modèle français de politique administrée du crédit un modèle fondé sur l'objectif unique de stabilité des prix, la neutralité de marché et l'interdiction du financement monétaire des États.

¹ Bloch-Lainé, François. *A la recherche d'une économie concertée. Les éditions de l'épargne, Paris VI, 1959, 23 p.*

2. Une économie (relativement) fermée dans un monde ouvert : le cas coréen, japonais et indien

Toutefois, au-delà de la France, peut-on trouver des exemples de contrôle du crédit qui auraient été possibles dans d'autres conditions, moins coercitives ? Dans leur dernier papier *Coercive credit regimes* (2026), Daniela Gabor et Emil Huth reviennent sur le cas de la Corée, du Japon, de l'Inde et de la Chine. Le point commun à tous les modèles de contrôle de crédit est qu'ils impliquent une forme de coercition, mais à des degrés très divers qui méritent d'être explorés.

La Corée qui mit en place une politique de contrôle du crédit entre 1961 et le début des années 1990, a souvent été présentée comme un cas de fermeture économique alors que la réalité est plus nuancée. Il s'agissait en réalité d'une économie tournée vers l'exportation, en particulier vers le marché américain. En effet, elle se trouvait sous tutelle américaine et en dépendait pour ses sources de financement¹. Toutefois, cela ne signifiait pas que l'économie était entièrement ouverte : les prêts étrangers restaient fortement contrôlés, et leur allocation méticuleusement calibrée pour servir les priorités de politique industrielle. Le gouvernement utilisait la *Korean Development Bank* pour fournir des garanties de paiement sur ces emprunts, s'assurant ainsi que le capital étranger entrait dans le pays aux conditions de l'État, pas à celles du marché. En définitive, le contrôle de capitaux coréen n'était pas une fermeture à l'économie internationale, mais une médiation par l'État de l'insertion internationale du pays. L'économie était ouverte aux exportations et très sélectivement ouverte aux capitaux étrangers. Cependant, cette architecture fonctionnait

une fois de plus dans un contexte particulier, celui de la Guerre froide, où les États-Unis toléraient les contrôles de capitaux coréens parce que la stabilité de cet allié anticommuniste était prioritaire ; la pression géopolitique permettait à la Corée de résister aux pressions de libéralisation financière américaines. Quand cette configuration changea, ce modèle ne résista pas : la libéralisation financière rapide qui suivit nourrit les vulnérabilités révélées par la crise financière asiatique de 1997. En substance, il s'agissait d'une coercition dans un monde bipolaire, sous tutelle américaine.

Le cas japonais (1950-1970) permet de tirer de nouvelles leçons. Cette fois-ci, le levier clé fut le *Fiscal Investment and Loan Program* (FILP), qui fonctionnait entièrement avec de l'épargne domestique et sans capital étranger, donc avec moins de dépendances extérieures que le système coréen. La politique de crédit s'appuya sur une épargne domestique abondante, et le pays dépendait peu du capital étranger. Il existait des produits d'épargne locale, à taux réglementé, dont les fonds étaient fléchés vers un usage spécifique défini par le FILP. Toutefois, il serait erroné de conclure à un alignement des étoiles, et que la politique de contrôle du crédit était « facile ». Le Japon ne se passa pas de contrôle des incursions potentielles : les banques étrangères étaient strictement contrôlées sur son territoire. Cela mena à un contrôle des capitaux de fait, car les conditions d'opération du capital étranger à l'intérieur du territoire étaient largement

¹ Aide américaine dans les années 1950-60, puis emprunts étrangers à partir des années 1970

encadrées¹. L'abondance d'épargne domestique créait certes un segment de marché du crédit structurellement domestique, moins vulnérable à l'arbitrage international, mais le Japon ne s'en contentait pas : il complétait cette segmentation par des restrictions réglementaires. Une seconde conclusion est donc que l'épargne domestique seule ne suffit pas et qu'il fallait aussi empêcher la concurrence étrangère sur le marché local du crédit.

Le cas indien (1969 - 1991) permet enfin d'arriver à une troisième conclusion importante : à l'inverse, la seule fermeture d'un pays ne suffit pas à mettre en place un modèle de contrôle du crédit efficace. En effet, l'Inde était alors une économie relativement fermée, avec des contrôles de capitaux stricts, une stratégie d'import-substitution, et un système bancaire nationalisé à 85%. Pourtant, la politique de crédit indienne a échoué à mener une véritable transformation industrielle. Le crédit dirigé atteignait 40% du total, mais il allait vers l'agriculture et les petites entreprises sans ciblage stratégique ni montée en gamme technologique. Surtout, comme le soulignent Daniela Gabor et Emil Huth, il n'y avait aucun contrôle « par » la finance : pas de suivi des performances, pas de sanctions, pas de rationnement stratégique. Les entreprises recevaient des subventions sans contrepartie, et un quart des investissements subventionnés ciblaient des activités interdites par les planificateurs.

En définitive, la fermeture économique est loin d'être suffisante pour une politique de

crédit efficace : l'Inde était fermée, mais sans politique de coercition efficace, ce qui permit la capture domestique du processus de planification par le capital local : les conditions internationales étaient favorables, mais pas domestiques, car aucune coalition politique n'était assez solide pour définir une direction respectée.

3. Le synonyme contemporain de contrôle du crédit : le cas chinois

De nos jours, c'est le modèle chinois qui est le plus mis en avant pour évoquer une version contemporaine du contrôle du crédit. Celui-ci montrerait que, malgré l'évolution du système financier international, certains pays auraient réussi à maintenir un système abouti de contrôle du crédit. Cette question ne serait pas simplement technique : il s'agirait même d'un pilier essentiel pour financer le projet de « civilisation écologique »² chinois, une part importante de ce crédit étant orientée vers des investissements verts en privilégiant des transformations structurelles et des questions de souveraineté à la rentabilité de court terme.

Ce cas est probablement l'un des plus intéressants pour renseigner les débats actuels, et mérite qu'on s'y attarde. La Chine opère dans une économie bien plus mondialisée que celle des années 1960-70, tout en maintenant une politique de contrôle du crédit ambitieuse. Elle ne peut être assimilée ni à la fermeture plus importante de la Corée des années 1960, ni à l'ouverture totale de l'Union européenne. Les contrôles de capitaux chinois existent, mais ils sont

¹ Elles ne pouvaient accorder que des prêts en dollars, pas en yen, ce qui protégeait les banques domestiques de la concurrence et préservait le rationnement local du crédit. Chaque transaction d'une banque étrangère nécessitait une notification préalable et l'approbation du MOF.

² Voir Stéphanie Monjon, Léa Boudinet, Clémence Pèlerin, Comprendre la « civilisation écologique » selon la Chine, Groupe d'études géopolitiques, Sep 2021, 4-5.

partiels et sélectifs. Des programmes permettent un accès encadré des investisseurs étrangers aux marchés domestiques. Les entreprises chinoises empruntent sur les marchés internationaux¹. Les investissements directs étrangers sont encouragés dans certains secteurs et restreints dans d'autres.

Si le contrôle du crédit fonctionne dans cette économie partiellement ouverte, c'est en raison d'une série de facteurs. Tout d'abord, la Chine bénéficie d'un large marché domestique et d'une abondante épargne intérieure, tout comme le Japon. Ensuite, un facteur important est la propriété publique du secteur bancaire : 42% des actifs bancaires sont détenus par les seules grandes banques commerciales d'État² et les banques chinoises ne répondent pas aux mêmes signaux que les banques privées. Un investisseur étranger peut théoriquement offrir de meilleures conditions à une entreprise chinoise, mais la concurrence étrangère est structurellement désavantagée parce qu'elle ne peut pas rivaliser avec une subvention étatique adossée à la création monétaire. Enfin, la troisième condition, mise en avant par Daniela Gabor & Emil Huth, est le passage au contrôle par l'*equity finance* plutôt que par le seul rationnement bancaire. Les *Government Guidance Funds* (GGFs)³ prennent des participations dans les entreprises stratégiques, les sociétés

d'investissement et d'exploitation du capital d'État chinoises (SCIOCs) dirigent le capital étatique vers les secteurs prioritaires. Ce modèle de contrôle est moins exposé à l'ouverture financière que le rationnement bancaire, parce qu'il ne repose pas sur l'impossibilité pour les entreprises d'emprunter ailleurs mais sur la présence de l'État au capital des entreprises, qui lui donne un levier de gouvernance indépendant du marché du crédit. Le succès emblématique de ce modèle est le *Big Fund* (NICIF), qui a levé près de 100 milliards de dollars pour développer l'industrie chinoise des semi-conducteurs.

Toutefois, il ne s'agirait pas d'idéaliser le modèle chinois. Plusieurs limites importantes peuvent être pointées. Tout d'abord, même si la Chine a un certain degré d'ouverture, elle ne représente que 3% des flux financiers mondiaux, contre par exemple 15% pour l'Europe. Ensuite, la nature autoritaire du régime ne peut être ignorée, qui subordonne très strictement le secteur financier et industriel au pouvoir politique. La banque centrale (PboC) joue un rôle crucial dans ce système, mais est mise au pas par le politique. Enfin, Les contrôles à l'exportation américains sur les semi-conducteurs montrent que l'insertion dans l'économie internationale crée des dépendances non pas financières mais

¹ Les « dollar bonds » des promoteurs immobiliers chinois ont été un facteur majeur de la crise de l'immobilier.

² Ce chiffre sous-estime le contrôle réel : en incluant les banques politiques, les banques commerciales, municipales et les institutions rurales, la quasi-totalité du système bancaire chinois opère sous contrôle public. OECD (2024), *Quantifying the role of state enterprises in industrial subsidies*, OECD Trade Policy Papers No. 282

³ Des fonds d'investissement publics-privés chinois, créés pour diriger du capital, principalement sous forme de prises de participation (*equity finance*), vers les secteurs stratégiques définis par le State Council. Voir Li, X. et Ban, C. (2026), « Financing technological innovation in China: Neo-developmental financial statecraft through government guidance funds », *Review of International Political Economy*, 33(1), pp. 131-161. Voir également Li, X. et Beck, K.I. (2025), « Mapping the investor state: State-led financialization in accelerating technological innovation in China », *Socio-Economic Review*.

technologiques, que la politique de crédit seule ne peut pas surmonter. Le *Big Fund* peut investir 100 milliards de dollars dans les semi-conducteurs, mais si les machines très spécialisées ne sont pas disponibles, le crédit ne suffit pas. La politique de crédit est un levier nécessaire mais pas suffisant dans une économie mondialisée où les chaînes de valeur sont interdépendantes.

4. Des évolutions récentes au niveau français et européen

Et que faut-il penser du modèle français et européen actuel ? A l'inverse, sommes-nous dans une économie aussi néolibérale qu'on le dit ? Dans un contexte de monnaie unique avec une banque centrale européenne, la définition de la doctrine économique se joue maintenant en grande partie au niveau de l'Union. Depuis les années 1980, le modèle actuel s'est progressivement imposé et se repose presque intégralement sur du financement de marché. L'Europe contemporaine est bien sûr éloignée des modèles que nous venons d'évoquer, mais certaines évolutions récentes ne sont pas anodines. Face aux troubles récents : crises financières, énergétique, pandémie, mais également accroissement très important des besoins de financement « existentiel », selon les termes de Mario Draghi, le modèle de financement s'est mis à changer à bas bruit pour assurer certains investissements de long terme.

En effet, des questions rappelant celles posées par les défenseurs français historiques du contrôle du crédit reviennent dans le débat public. Depuis le milieu des années 2010, nous assistons à un mouvement, non pas de restauration ouverte de l'encadrement du crédit, mais de mise en place d'un ensemble de dispositifs réglementaires, prudents et financiers qui tendent à réintroduire des

formes de guidage de l'allocation. Depuis 2008, par exemple, les outils de politique monétaire dits « non conventionnels », qui ont un impact majeur sur les conditions de crédit, ont été normalisés. En théorie, l'assouplissement quantitatif doit respecter le principe de neutralité de marché et est supposé suivre des règles strictes (notamment le respect d'achats selon des clés de capital de la BCE par pays). Mais en pratique, la BCE s'est écartée de ce principe au fil des programmes ; elle a dévié de plus en plus de ces règles et s'est mise à opérer des choix idiosyncratiques. L'introduction du *Transmission Protection Instrument* (TPI), qui permet à la BCE d'acheter spécifiquement les bons d'un État membre en cas de hausse trop importante de ses taux, a achevé de mettre un terme dans les faits à ces principes. D'autres exemples peuvent être évoqués. Sur le plan macroprudentiel, l'introduction d'un « facteur vert » est en discussion : il ajusterait les exigences en fonds propres des banques en fonction de l'exposition des actifs financés aux risques liés au changement climatique et à la transition. Cependant, comme l'a pointé l'ONG *Reclaim Finance*, celui-ci possède à ce jour de nombreux biais, et ne permet pas de lutter contre le financement à court terme d'activités très carbonées, notamment car il reste ancré dans une approche par les risques.

Au niveau français, il existe également des formes de contrôle du crédit. Par exemple, le Haut Conseil à la Stabilité Financière (HCSF) a instauré des conditions d'octroi du crédit immobilier. Ces règles avec plafonnement quantitatif et sélectivité imposent un cadre strict à l'octroi de nouveaux prêts. Cependant, l'objectif n'est pas d'allouer le crédit vers un projet politique, mais de prévenir le risque de défaut massif qui pourrait déstabiliser le système bancaire national. Cette politique reste à

visée prudentielle et sur un seul segment. Il existe également un retour des débats sur l'utilisation des fonds du livret A ; [le rapport parlementaire Levy Tuot](#), remis au gouvernement, propose par exemple qu'il permette de financer les éoliennes en mer.

Enfin, de nombreux outils qui pourraient permettre une meilleure orientation sectorielle, sont régulièrement évoqués dans le débat public depuis des années, même s'ils n'ont à ce jour pas été adoptés. Comme l'a souligné Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, dans un discours de janvier 2023, à ce jour la politique monétaire restrictive menée pour combattre l'inflation réduit les marges de manœuvre en matière climatique, et aucun outil ne permet de dépasser ce dilemme. Une première voie serait de mettre en place des *Green Targeted Long Term Refinancing Operations*, proposées par Éric Monnet et Jen's van't Klooster, qui permettraient des taux différenciés pour favoriser les investissements verts. De nombreuses propositions de *Brown penalizing factor*, qui augmenteraient les exigences de fonds propres pour les banques pour le financement d'activités fortement carbonées, sont également régulièrement évoquées dans le débat. Enfin, si une taxonomie verte existe en Europe, celle-ci reste controversée et il n'existe pas de taxonomie brune. Dans ce contexte, le risque de contournement par le *shadow banking* reste élevé pour toute politique considérée trop contraignante par les banques. L'établissement des taxonomies d'investissement utilisables en pratique par les acteurs financiers est un enjeu clé également identifié par de nombreux acteurs.

Mais comment expliquer la difficulté à aller plus loin ? Finalement, nous assistons à un retour timide et diffus des politiques d'orientation du crédit en Europe. Des

instruments existent, des évolutions concrètes sont en cours, mais elles émanent d'acteurs multiples (BCE, régulateurs prudentiels, HCSF, Commission, banques publiques) sans coordination d'ensemble ni stratégie articulée.

Et surtout, ces évolutions ne s'accompagnent d'aucune évolution doctrinale. Malgré leur influence croissante sur l'allocation du crédit, elles restent prisonnières d'un cadre qui interdit de les nommer : le modèle reste officiellement celui d'une banque centrale indépendante ciblant l'inflation en suivant un principe strict de neutralité de marché. Comme le souligne Daniela Gabor : « Par exemple, la BCE n'a jamais qualifié la politique menée en 2022-2023, qui consistait à réorienter son portefeuille d'obligations d'entreprises vers des actifs verts au détriment des actifs non durables, de politique intervenant explicitement dans l'allocation du crédit privé, en contradiction avec la neutralité de la BCE vis-à-vis du marché en matière de politique de crédit. ». Au niveau macroprudentiel, les banques centrales peuvent intervenir dans certains secteurs, mais uniquement au nom de la stabilité financière, jamais d'un choix sectoriel assumé. Ce débat se rattache plus largement à celui de l'interventionnisme et l'indépendance des banques centrales.

Ce paradoxe a des conséquences concrètes. En l'absence d'une doctrine explicite, les outils mobilisés restent prudents : l'Europe ne s'appuie pas sur la contrainte quantitative mais sur la transparence et la classification, avec des labels à caractère purement informationnel qui répondent le plus souvent à des définitions et des critères lâches, et dont l'effet sur l'allocation réelle du crédit reste plus que léger. De surcroît, la Commission européenne a engagé en 2025 un processus de simplification de ces obligations de *reporting* dans le cadre du

projet « Omnibus », risquant d'affaiblir davantage un édifice déjà fragile. De manière plus générale, les taxonomies semblent aujourd'hui fonctionner comme un substitut aux outils budgétaires et réglementaires qui permettraient une orientation plus active du crédit, une forme de politique de crédit « sous le radar », qui offre de la flexibilité et de la discrétion, mais qui, précisément parce qu'elle ne passe ni par le budget ni par le législatif, reste en deçà de ce que l'ampleur des besoins exige.

5. Nos options pour l'Europe : comment orienter le crédit dans un monde ouvert ?

L'analyse des exemples historiques, mais également des évolutions plus récentes, fait émerger quatre leçons qui laissent entrevoir l'espace des possibles pour une politique de crédit européenne.

La première est que l'ouverture économique n'est en définitive ni l'obstacle principal, ni la solution miracle. En effet, le cas indien montre qu'un modèle de direction du crédit dans un monde fermé peut s'avérer être un échec. À l'inverse, les pays qui ont mis en place de politiques d'orientation du crédit plus ambitieuses n'ont en réalité pas toujours connu une fermeture radicale. La variable la plus importante est finalement plutôt la capacité à orienter le capital que le degré d'ouverture du compte de capital.

La deuxième leçon est qu'il existe des substituts aux contrôles de capitaux : abondance de l'épargne, segmentation réglementaire des marchés (comme le livret A en France), propriété publique de certaines institutions financières, contrôle par l'*equity* plutôt que par le seul crédit bancaire. Ces mécanismes permettent de créer des

segments protégés au sein d'un marché dont la posture première est l'ouverture.

Ensuite, le type de contrôle doit être adapté au degré d'ouverture : il existe un *continuum* allant du rationnement pur ou du *window guidance*, dans le contexte d'une ouverture contrôlée, au contrôle par l'*equity* dans une ouverture partielle, jusqu'aux règles prudentielles dans un modèle plus ouvert.

Enfin, la quatrième leçon est que l'insertion dans l'économie internationale ne doit pas seulement être perçue comme une contrainte mais peut aussi constituer un levier : la Corée utilisait les cibles d'exportation comme *benchmark* externe de performance, et l'ouverture commerciale renforçait la discipline du capital plutôt qu'elle ne l'affaiblissait.

Comme le souligne à juste titre Éric Monnet, le cadre standard du trilemme de la finance internationale, qui assimile politique de crédit et contrôle des capitaux, sous-estime considérablement la possibilité de diriger le crédit dans un monde ouvert. En effet, il est erroné de raisonner comme si les marchés financiers étaient un bloc homogène : le crédit est segmenté par type de crédit, d'institution, de cadre réglementaire. Par exemple, le Livret A canalise l'épargne des ménages vers la Caisse des Dépôts et le financement du logement social selon un circuit entièrement domestique et réglementé, que l'arbitrage international ne peut pas neutraliser. De même, les banques publiques d'investissement prêtent à des conditions préférentielles, se financent par des obligations garanties par l'État et ne sont pas soumises aux mêmes impératifs de rendement que les banques privées. Cette idée de segmentation est d'ailleurs confirmée par des travaux de sociologie économique récents : Eve Chiapello, dans son étude des micro-circuits de financement (*Sociologie des*

circuits financiers, Les infrastructures de l'argent et leurs politiques, 2025), montre comment des infrastructures financières distinctes, chacune dotée de ses propres règles et de ses propres acteurs, coexistent au sein d'un même système et produisent des allocations de crédit très différentes selon les circuits empruntés.

Mais encore faut-il prendre la mesure du défi. L'argument classique contre la direction du crédit en économie ouverte est que, sans contrôle des capitaux, les détenteurs d'épargne fuient vers des placements plus rémunérateurs à l'étranger, rendant toute orientation domestique inefficace. Or cet argument n'est pas seulement théorique : il décrit la situation actuelle de l'Europe. Les déséquilibres macroéconomiques mondiaux canalisent déjà massivement l'épargne européenne outre-Atlantique. Le différentiel de rendement avec les États-Unis aspire structurellement les capitaux des fonds de pension et des assureurs européens vers les *Treasuries* et les actifs américains. Comme le soulignent Rey et Subran (2026), le dollar capte une part disproportionnée des flux financiers mondiaux, un phénomène que les stablecoins, indexés à 99 % sur le dollar, ne font qu'amplifier.

Faut-il pour autant des contrôles de capitaux ? Nous ne le pensons pas, mais une politique de crédit européenne ambitieuse ne peut ignorer ce contexte : elle doit s'accompagner de mesures qui rendent l'espace financier européen suffisamment attractif pour retenir sa propre épargne. L'émission d'actifs sûrs européens, le développement de l'euro numérique comme infrastructure de paiement souveraine, ou la construction d'un marché de capitaux plus profond ne sont pas en soi des instruments de politique de crédit, mais ils en constituent les conditions de possibilité dans un monde ouvert. Sans eux, toute tentative de réorienter

le crédit domestique risque d'être contournée par la fuite de l'épargne vers des juridictions offrant de meilleurs rendements sans contraintes.

En substance, la marge de manœuvre pour une politique de crédit européenne est plus large que ne le suggère l'image dont elle souffre. Le problème n'est pas son impossibilité, mais l'absence de volonté politique et la doctrine économique actuelle qui empêche d'aborder le sujet frontalement. Lorsque nous examinons les outils effectivement mobilisés en France et en Europe, le constat est frappant (Leonard & de Pierrebourg, 2024) : le *derisking* domine, l'État incite le capital privé par des garanties et des labels, mais prend en charge le risque souvent sans exiger de contrepartie crédible. Ce diagnostic appelle un recalibrage autour de trois questions.

Que faut-il financer, au-delà des outils de *derisking* « doux » ? Le *derisking* ne finance que ce qui est rentabilisable par le privé. Or, une partie des investissements de la transition ne le sont pas : rénovation thermique des passoires énergétiques, infrastructures de réseau électrique, adaptation climatique, fermeture anticipée d'actifs fossiles échoués. Ces investissements « non profitables » peuvent être traités de deux manières : une prise en charge publique directe et par une réglementation plus élevée du secteur privé. Les banques publiques d'investissement (BEI, KfW, BPI, CDP) devraient voir leur mandat élargi et leur prise de risque adaptée pour financer ces segments que le marché délaisse, avec des conditionnalités crédibles et strictes sur l'utilisation des fonds. En parallèle, l'épargne domestique pourrait être mieux mobilisée grâce à des emprunts fléchés ouverts aux investisseurs de détail, adossés à des projets concrets de transition. Du côté de la politique monétaire, des *Green TLTRO* permettraient une différenciation des taux

pour favoriser les investissements verts de long terme. Enfin, la pénalisation prudentielle progressive des actifs fossiles rendrait la direction de la réallocation irréversible, à condition d'assumer un choix sectoriel explicite plutôt qu'une simple approche par les risques.

Qui doit décider ? La question de la gouvernance est essentielle pour éviter de tomber dans les travers chinois. Une politique de crédit assume des choix sectoriels que le marché ne fait pas. Mais qui est légitime pour les faire ? Ni les seuls banquiers centraux (qui n'ont pas de mandat démocratique), ni les seuls gouvernements (qui risquent l'instrumentalisation électorale, comme le montre le cas indien). Le modèle historique français — le Conseil National du Crédit réunissait le gouverneur de la Banque de France, des représentants des ministères, des banques et des syndicats — et le modèle japonais — où le MITI apportait l'expertise sectorielle et le MOF l'expertise financière — suggèrent qu'une coordination entre acteurs aux compétences complémentaires est nécessaire. À l'échelle européenne, cela pourrait prendre la forme d'un Conseil européen du crédit, réunissant la BCE, la BEI, les banques publiques nationales et la Commission, avec une redevabilité parlementaire qui manquait aux modèles historiques. L'Europe sait d'ailleurs coordonner ses banques de développement quand il s'agit du Sud global, à travers les Team Europe Initiatives du Global Gateway : pourquoi ne fait-elle pas la même chose pour sa propre transition ?

Sur quelle expertise faut-il s'appuyer ? Diriger le crédit efficacement suppose une bureaucratie qui comprenne à la fois la finance et les secteurs ciblés. L'Europe dispose de cette expertise à travers la BEI, les banques nationales de développement ou encore les agences sectorielles, mais de

manière dispersée et sans articulation. L'enjeu n'est pas de créer une capacité nouvelle, mais de mettre en commun celle qui existe.

Ces propositions ne forment pas une liste d'options indépendantes : les taux verts créent l'incitation monétaire, les banques publiques renforcées assurent la provision de crédit sur les segments non profitables, les emprunts fléchés mobilisent l'épargne domestique, la pénalisation prudentielle contraint le système privé. Articulées dans un cadre de gouvernance transparent et redevable, elles dessinent un système compatible avec les libertés économiques fondamentales et les contre-pouvoirs démocratiques, mais qui ne se cache plus derrière la « légèreté » du crédit.

L'Europe dispose de leviers considérables : épargne domestique abondante, banques publiques historiques, cadre réglementaire sophistiqué, segments de marché structurellement domestiques. Mais elle les laisse fragmentés, sous-utilisés et inavoués. La question n'est plus de savoir si diriger le crédit est possible dans un monde ouvert, il l'est. La question est de savoir si nous sommes prêts à en assumer le coût politique : celui de nommer ce que nous faisons déjà, de le faire mieux, et d'en débattre ouvertement.

Bibliographie

- Bloch-Lainé, François (1959), *À la recherche d'une économie concertée*, Paris, Éditions de l'épargne.
- Bloch-Lainé, François & Pierre de Vogüé (1960), *Le Trésor public et le mouvement général des fonds*, Paris, PUF, coll. « Bibliothèque de la Société économique », 375 p.
- Chiapello, Ève & Alexandre Violle (dir.) (2025), *Sociologie des circuits financiers. Les infrastructures de l'argent et leurs politiques*, Villeneuve-d'Ascq, Presses universitaires du Septentrion, 422 p.
- Draghi, Mario (2024), *The Future of European Competitiveness*, rapport à la Commission européenne, septembre.
- Gabor, Daniela & Emil Huth (2026), *Coercive Credit Regimes* [document de travail].
- Leonard, Clara & Juliette de Pierrebouurg (2024), *La boîte à outils du financement de la transition écologique*, Institut Avant-garde, octobre.
- Li, Xuan & Cornel Ban (2026), « Financing technological innovation in China: neo-developmental financial statecraft through government guidance funds », *Review of International Political Economy*, 33(1), p. 131-161.
- Li, Xuan & Kasper Ingeman Beck (2025), « Mapping the investor state: state-led financialization in accelerating technological innovation in China », *Socio-Economic Review*, 23(4).
- Mendès France, Pierre (1950), cours à l'École nationale d'administration.
- Monjon, Stéphanie, Léa Boudinet & Clémence Pèlerin (2021), « Comprendre la "civilisation écologique" selon la Chine », *GREEN* (Groupe d'études géopolitiques), n° 1, septembre, p. 4-5.
- Monnet, Éric (2023), « The state and credit policies: from the 19th century till present », *Stato e Mercato*, n° 127, avril, p. 3-28.
- OCDE (2024), « Quantifying the role of state enterprises in industrial subsidies », *OECD Trade Policy Papers*, n° 282, OECD Publishing, Paris.
- Quinn, Sarah L. (2019), *American Bonds. How Credit Markets Shaped a Nation*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- Reclaim Finance (2026), *Improving the climate factor*
- Rey, Hélène & Ludovic Subran (2026), « Our euro, your solution. Comment renforcer le rôle international de l'euro », *Les notes du Conseil d'analyse économique*, n° 89, mars.
- Schnabel, Isabel (2023), « Monetary policy tightening and the green transition », discours, International Symposium on Central Bank Independence, Sveriges Riksbank, Stockholm, 10 janvier.

LES AUTEURS



Clara Leonard est co-fondatrice et directrice générale de l'Institut Avant-garde. Docteure en économie après une thèse sur l'histoire des doctrines de la dette publique française entre 1918 et 1960 sous la direction d'Annie Cot et d'Éric Monnet, elle est également diplômée d'HEC Paris, de la Sorbonne et de la London School of Economics. Elle a travaillé à la Direction Générale du Trésor sur les questions européennes.

À PROPOS



L'Institut Avant-garde est un think tank non partisan qui développe des analyses et des propositions concrètes pour les décideurs, les universitaires, et toutes les générations de penseurs et de citoyens.

Quatre principes nous guident :

Édifier une vision systémique

Les débats portent souvent sur des réformes particulières ; il nous semble important de les décloisonner et de développer une vision d'ensemble cohérente, indispensable, entre autres, à la planification écologique. Notre principe est que le maintien à tout prix de l'organisation existante des institutions, et l'application systématique de logiques de marché ne sont pas des fins en soi. Les structures économiques doivent être pensées pour évoluer en fonction des enjeux, et répondre à des objectifs démocratiquement discutés.

Apporter une expertise académique forte

Une vision large ne doit omettre les détails ni se passer de technicité. Un décalage existe trop souvent entre l'évolution de la recherche, les doctrines économiques en vigueur et la fabrique des politiques publiques. Nous traduisons l'état de l'art académique en propositions de politiques publiques crédibles aux yeux des décideurs.

Tisser des liens entre les disciplines

Nous invoquons les dernières recherches en macroéconomie, mais nous ne voulons pas nous en tenir à une approche strictement économique. L'histoire économique, la science politique, la géopolitique, les sciences du climat, la sociologie, l'anthropologie, ou encore la philosophie enrichissent et élargissent notre vision.

S'appuyer sur un réseau de think tanks européens

Aujourd'hui, les think tanks se nichent essentiellement à l'échelle nationale ou bruxelloise ; le European Macro Policy Network, dont nous faisons partie, enrichit ce paysage d'un troisième niveau continental. Une idée anime cette initiative lancée par l'institut allemand DeZernat Zukunft : si les désaccords entre nos gouvernements sont nombreux, il existe un courant intellectuel uni en faveur du changement.

À PROPOS



À LIRE
AUSSI

[Une histoire des doctrines de la dette publique française](#)

[Rendre la BCE plus verte et démocratique](#)

[La boîte à outils du financement de la transition écologique](#)

institutavantgarde.fr

45, rue de Sèvres, Paris VI^e