



## **Policy Brief Agenda 2030**

**2021/05**

### **Une politique européenne de crédit pour l'Agenda 2030<sup>1</sup>**

par

**Denis Dupré<sup>2</sup>, Université de Grenoble & INRIA**

**&**

**Thomas Lagoarde-Segot<sup>3</sup>, KEDGE BS & SDSN France**

La série de Policy Briefs *Agenda 2030* mobilise économistes et praticiens pour identifier un agenda de réformes économiques et financières permettant d'atteindre l'Agenda 2030, aux échelons territoriaux, nationaux et supranationaux. Contact : [thomas.lagoardesegot@kedgebs.com](mailto:thomas.lagoardesegot@kedgebs.com).

---

<sup>1</sup> Nous remercions Mireille Martini, économiste et co-auteur avec Alain Grandjean de « Financer la transition énergétique », pour ses commentaires sur une version précédente de ce texte.

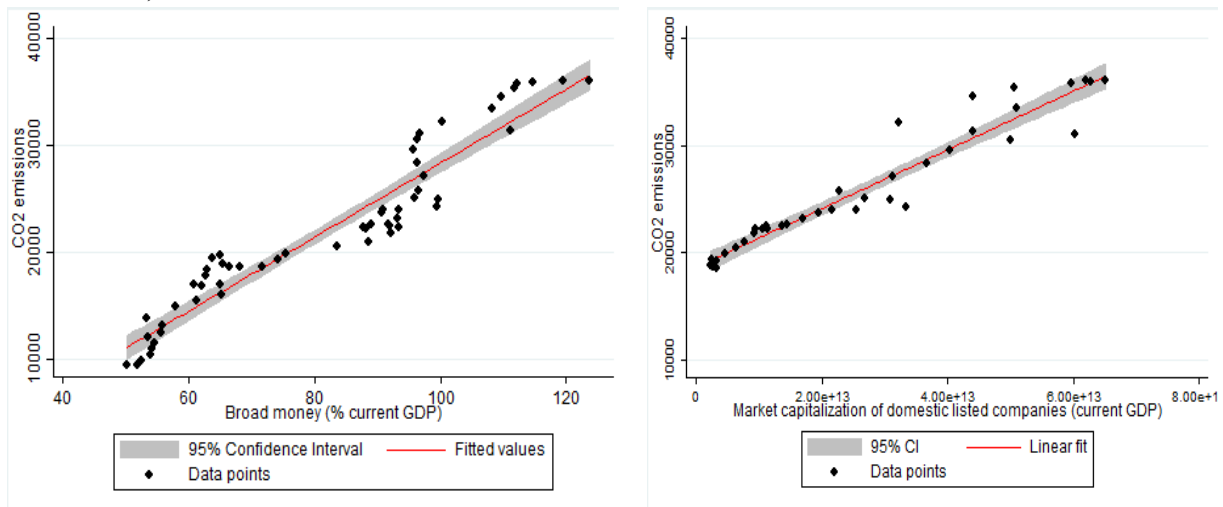
<sup>2</sup> Enseignant-chercheur en finance et éthique à l'Université de Grenoble et membre de l'équipe de recherche STEEP à l'INRIA, co-auteur avec Pascal Dumontier de « Contrôles des risques bancaires ». Email: [denis.dupre@univ-grenoble-alpes.fr](mailto:denis.dupre@univ-grenoble-alpes.fr)

<sup>3</sup> Professeur d'Economie et Finance Internationale à KEDGE BS. Email: [thomas.lagoardesegot@kedgebs.com](mailto:thomas.lagoardesegot@kedgebs.com)

## 1. La financiarisation et la montée des périls systémiques

Il est désormais établi que la financiarisation<sup>4</sup> croissante de l'économie mondiale facilite l'accélération du dérèglement du Système Terre. Comme le montre la figure 1, une simple régression linéaire entre le développement financier mondial (mesuré par le ratio M2/PIB) et les kilotonnes d'émissions de CO2 affiche un coefficient de corrélation de 0,953. De même, une régression linéaire entre la capitalisation boursière mondiale et les émissions de CO2 affiche un coefficient de corrélation de 0.960<sup>5</sup>. Ces données sont à interpréter dans le cadre plus large de l'évolution conjoint des indicateurs socioéconomiques et bio-géophysiques et du dérèglement du Système Terre causé par la Grande Accélération Industrielle (Steffen et.al, 2015).

**Figure 1. Emissions atmosphériques de CO2 et développement financier mondial, 1960-2019 (p-value 0.000)**



Données: Banque Mondiale, calcul Lagoarde-Segot & Martinez (2021)

En dépit de l'urgence climatique, les politiques monétaires et prudentielles suivies par la plupart des Banques Centrales ces dernières années ont contribué à accroître, plutôt qu'à inverser, cette dynamique de dérèglement systémique. Ainsi, depuis la crise financière de 2008, les banques centrales ont émis de la monnaie de réserve (que l'on appelle aussi M0 ou « base monétaire ») pour financer les États, les entreprises et les banques dans la zone euro où le financement monétaire des États est interdit par le mandat de la BCE.

La BCE a ainsi permis à des entreprises et des banques « zombies » de survivre ; rachetant massivement les dettes privées, et sauvant au passage les investisseurs en socialisant leurs pertes.

Le soutien à l'économie réelle – par le canal du crédit aux entreprises – a constitué la principale justification invoquée pour ces politiques de « *quantitative easing* ». Cependant, la monnaie utilisée

<sup>4</sup> La financiarisation se définit comme “l'influence croissante des marchés financiers, des motivations financières, des institutions et des élites financières dans les opérations économiques et leurs institutions de gouvernance” (Epstein, 2005), comme “un schéma d'accumulation dans lequel les profits se réalisent par des canaux financiers plutôt que par le commerce et la production de marchandises” (Krippner, 2005), ou, plus généralement, comme “l'influence croissante des acteurs, des marchés, des pratiques, des mesures et des narratifs financiers, à plusieurs échelles, résultant en une transformation structurelle des économies, des entreprises (dont les institutions financières), des États et des ménages” (Aalbers 2005).

<sup>5</sup> Les mécanismes à l'œuvre sont décrits dans maints travaux scientifiques dont Lagoarde-Segot & Martinez (2021) proposent une synthèse.

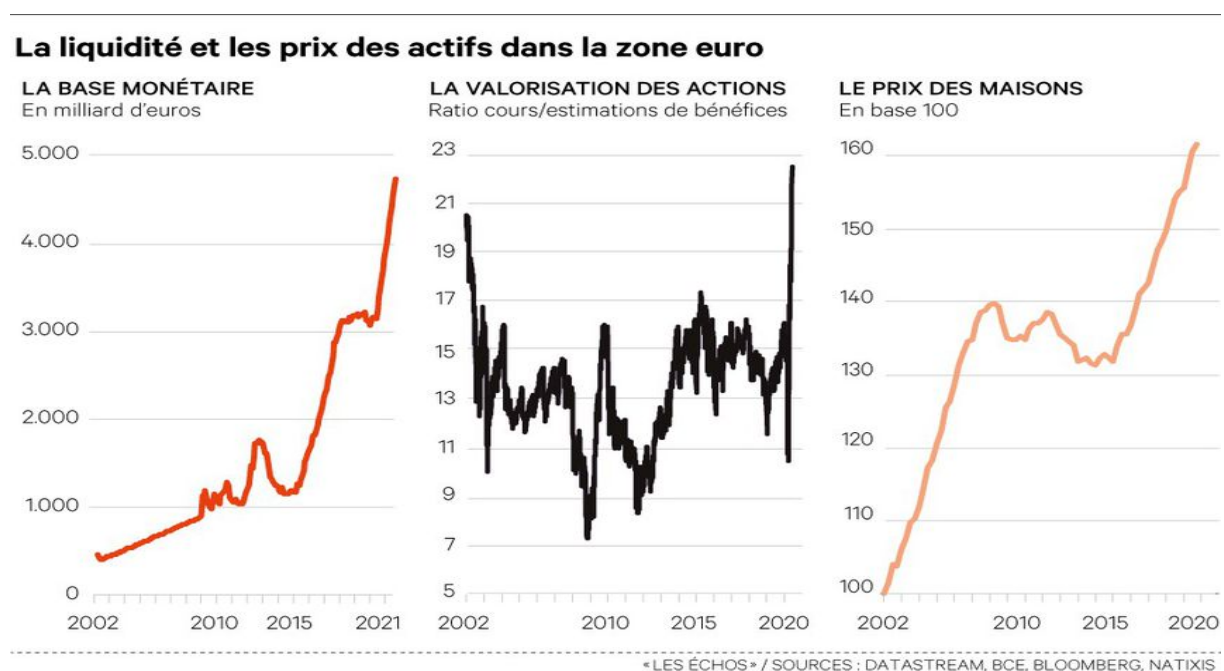
dans les transactions économiques prend aujourd'hui principalement la forme de dépôts bancaires ; et comme l'indique la Banque d'Angleterre (2014) ainsi que la majorité des spécialistes de la monnaie, ces dépôts bancaires, convertibles sur demande en espèce, sont en grande majorité créés par le canal du crédit bancaire.

Les banques n'ont pas besoin de réserves initiales pour accorder des prêts au public, puisque le système monétaire leur permet un accès continu à la monnaie de réserve (via le recours au marché interbancaire ou la facilité de prêt de la Banque Centrale)<sup>6</sup>. Le financement de l'économie réelle repose en réalité sur les anticipations des banques concernant l'état futur de l'économie et la robustesse des collatéraux apportés.

Dans ces conditions, il n'est pas surprenant de constater, comme le montre la figure 1, que les milliers de milliards de monnaie de réserve injectée dans le système financier ont alimenté le développement de bulles spéculatives, tant celui des actions que de l'immobilier.

Et même si une demande de financement de projets viables permettant une transition compatible en accord avec l'accord de Paris sur le Climat existait, rien ne contraint aujourd'hui les banques à y répondre.

**Figure 1 Base monétaire**



Cette dynamique monétaire et financière s'accompagne d'une forte augmentation des inégalités de revenus (ex : mal-logement pour les uns, plus-values immobilières pour les autres) qui a pour toile de fonds une montée de l'endettement privé et une désindustrialisation massive de maints pays européens.

Dans ce contexte de *montée des périls* qui pourrait, dans le pire des cas, entraîner un effondrement de certains pays européens<sup>7</sup>, nous appelons à prendre une série de mesures énergiques et adaptées à

<sup>6</sup> Ces mécanismes sont présentés par Ehnts (2017).

<sup>7</sup> Dans une telle situation de fragilité, certains exemples, comme l'Argentine et le Liban, doivent nous alerter. Lorsque la valeur de la monnaie s'effondre (ce qui serait probablement le cas dans l'éventualité d'une sortie de l'euro pour un pays comme la France), les classes moyennes basculent très vite dans la pauvreté car, faute de

l'urgence de la situation. Il s'agit de planifier rapidement le financement des transitions énergétique, sanitaire, et agricole, ainsi que l'accès aux soins et aux médicaments, pour atteindre rapidement une production locale minimale de survie des populations sur ces plans, et permettre la résilience de la société face aux chocs.

Les solutions techniques les plus souvent mises en avant pour financer cet « effort de guerre » sont connues. Il faudrait soit réorienter l'épargne, soit flécher une création monétaire spéciale « transitions », soit augmenter les impôts, soit accroître le déficit des états. L'idéal serait bien entendu un mixte des quatre solutions.

Dans cette note nous présentons toutefois une cinquième piste, évoquée en détail par Lagoarde-Segot (2020). Celle-ci consiste en une ambitieuse refondation de la politique de crédit à l'échelon européen, basée sur la réintroduction de mesures ayant déjà fonctionné par le passé dans un contexte similaire, ou étant actuellement en place dans d'autres pays.

Avant de détailler les mécanismes proposés, il convient néanmoins de souligner que le succès de toute politique de reconstruction écologique est conditionnel à la mise en place d'une taxonomie robuste entre le secteur « brun » et le secteur « ODD-compatible ». A ce titre, la taxonomie de l'UE pour les activités durables, norme élaborée dans le cadre du " European Green Deal " européenne en lien avec les engagements de l'Agenda 2030 est encore largement insuffisante, pour quatre raisons principales. Premièrement, elle ne dessine pas le monde et les formes de production, notamment agricole, vers lesquelles il faut tendre hors de l'énergie du transport et du bâtiment. Deuxièmement, et contrairement aux engagements de l'Agenda 2030, elle ne prend pas en compte les coûts sociaux de la transition écologique, et n'accorde aucun intérêt spécifique aux territoires et populations les plus marginalisées. Troisièmement, elle laisse les PME/TPE hors du périmètre d'analyse malgré leur rôle crucial dans le fonctionnement de l'économie européenne. Enfin, elle repose sur des concepts et des normes juridiques déconnectés de toute donnée scientifique.

## 2. De nouveaux indicateurs de pilotage du crédit

En faisant l'hypothèse qu'une taxonomie robuste ait été mise en place, le tableau 1 présente deux indicateurs simples que la Banque Centrale Européenne pourrait utiliser pour réorienter le crédit dans la zone euro.

**Tableau 1.** Indicateurs d'encadrement du crédit Banque Centrale

<b>Indicateur</b>	<b>Cible</b>
<b>Verdissement du crédit</b>	$\Delta L_{f,odd} / \Delta L$
<b>Verdissement des bilans bancaires</b>	$\Delta B_{\Delta odd}$

Le premier indicateur  $\Delta L_{f,odd} / \Delta L$  mesure le flux de crédit au secteur ODD-compatible en proportion du crédit total. Il s'agit donc d'un ratio entre la monnaie « verte » et la monnaie « brune » créée par les banques commerciales annuellement. Nous proposons que la valeur de cet indicateur soit rapidement fixée à 4. Ainsi, pour une année donnée, les banques devraient émettre quatre fois plus de crédit pour financer la reconstruction écologique et sociale que pour financer les acteurs du secteur « brun ».

devises étrangères, les produits d'importations comme le pétrole, la nourriture, ou les médicaments ne sont plus accessibles.

Le deuxième indicateur  $\Delta B\Delta odd$  mesure la part des actifs « ODD compatibles » (dont les prêts émis pour financer la reconstruction) dans les bilans des banques. Nous proposons de fixer ce ratio à 4. Les banques pour atteindre cette valeur cible seront contraint de diminuer fortement les coûts de financement pour le secteur ODD-compatible et d'accroître les coûts de financement des actifs du secteur brun.

Cette politique du crédit européenne ambitieuse permettrait d'aligner les structures de production de l'économie sur les objectifs de durabilité et ainsi d'enclencher une véritable reconstruction écologique et sociale du continent. Elle permettrait de financer le développement de nouvelles entreprises pour le développement des énergies renouvelables avec création par exemple d'une filière européenne de production de capteurs solaires. Elle assurerait le développement du fret, de l'agro-écologie péri-urbaine et des circuits courts en ceinture de villes. Elle offrirait un soutien massif au tissu de PME/TPE qui maille le territoire.

Cette politique mettrait au coup d'arrêt aux activités les plus nocives. Cette politique inciterait également les entreprises à reconvertir leurs chaînes de production pour faire émerger de nouveaux « champions » de la reconstruction écologique. Renault comme Airbus pourraient ainsi facilement reconvertir leur chaîne de production en partie sur des projets de transition. Dans ce qui suit, nous présentons trois leviers permettant d'atteindre rapidement ces objectifs européens de politique du crédit.

### ***Levier # 1 : Un verdissement de la facilité de prêt marginal***

Pour atteindre ces objectifs, la Banque Centrale devra faire évoluer rapidement les conditions d'accès bancaire à la monnaie de réserve en les reliant à la détention d'actifs ODD-compatibles.

Aujourd'hui, les banques de la zone euro doivent détenir des dépôts de réserve auprès de la Banque centrale européenne à hauteur de 1 % de la valeur de leurs dépôts. En contrepartie la BCE, à son tour, doit fournir des réserves sur demande jusqu'à concurrence de la valeur des titres qui apportent une garantie sur le crédit fourni par la banque centrale à la banque privée. Ce prêt, adossé à une garantie, constitue l'actif de la Banque centrale, comme le montre le tableau 2.

**Tableau 2. Prêts garantis dans l'Euro-système.**

Banque Centrale		Banques	
Actif	Passif	Actif	Passif
Prêts	Réserves	Réserves Collatéral	Prêt

Rappelons que les réserves détenues par les banques ne limitent en aucun cas l'octroi de prêts dans l'économie réelle, dans la mesure où les banques ont un accès continu aux réserves via le marché interbancaire et la facilité de prêt marginal de la BCE. La Banque centrale européenne applique néanmoins une " décote " (*haircut*) à la valeur des garanties fournies.

La BCE détermine actuellement la catégorie de décote d'un actif en combinant des critères liés principalement au type d'actif et au groupe auquel appartient son émetteur.

Ses autorités de surveillance réexaminent régulièrement ces catégories de décote du seul point de vue du risque financier qu'il comporte et en prenant en compte l'évolution de la situation macroéconomique. Dans le cadre de son programme de rachat d'urgence en cas de pandémie de 2020,

la Banque centrale européenne a par exemple modifié le champ d'application des créances privées supplémentaires (Additional Credit Claims - ACC) pour inclure les créances liées au financement du secteur des entreprises. Malheureusement, cette politique ne comporte aucun critère lié aux impératifs de reconstruction écologique et sociale, ce qui revient à accorder un soutien massif de la BCE au secteur brun (Reclaim Finance, 2020).

Afin de permettre le financement rapide de la reconstruction écologique, nous recommandons une augmentation massive la décote appliquée aux actifs bruns et à leurs émetteurs (les banques « brunes » qui ne respectent pas les ratios prudentiels présentés dans le tableau 1). Cette décote pourrait être fixée à 90% pour les banques qui accordent des prêts excessifs au secteur brun, ou détiennent un excédent d'actifs bruns dans leur bilan, par rapport à la cible fixée.

Cette proposition se justifie par maints exemples historiques de cas où la Banque centrale a modifié avec succès ses cadres de garanties afin d'atteindre certains objectifs socio-économiques<sup>8</sup>.

### ***Levier # 2 : réescompte des prêts bancaires au secteur ODD-compatible***

Afin de compléter ce dispositif, la BCE pourra réescompter les prêts au secteur des ODD. Les banques pourraient ainsi obtenir directement des prêts et des avances en monnaie de réserve de la Banque centrale, en utilisant leurs prêts comme collatéraux. Rappelons que le réescompte des créances bancaires est tombé en désuétude dans la plupart des pays de l'OCDE, mais qu'il était courant jusque dans les années 1990, notamment dans les pays en développement. Dans un rapport de 1985 sur les prêts aux petites entreprises, la Banque mondiale déclarait par exemple que "*l'arrangement le plus réussi pour inciter les banques commerciales à devenir des intermédiaires est de disposer d'une agence chargée de réescompter les prêts accordés par les institutions de crédit*"([Levitski, 1985, p. 22]).

Le réescompte des créances bancaires a également été utilisé avec succès en France où, au lendemain de la Seconde Guerre mondiale.<sup>9</sup>

De même, pendant la Seconde Guerre mondiale, le gouvernement américain a mis en place un programme de prêts garantis pour accélérer la reconversion industrielle pendant la guerre. Plus de la moitié des prêts, ceux inférieurs à 100 000 USD, ont été directement réescomptés à 100% sur place par la *Federal Reserve*.

Enfin, de nombreuses banques centrales de pays en développement (par exemple, les Philippines, le Nigeria ou l'Inde) utilisent actuellement des politiques de réescompte pour fournir des financements suffisants aux secteurs prioritaires.

---

<sup>8</sup> Par exemple, la décision de la Banque de France d'accepter les actions et les obligations des chemins de fer comme garanties à la fin du XIXe siècle a apporté un soutien important au développement de l'industrie ferroviaire en France : "Après le coup d'État qui a conduit au "Second Empire", le gouvernement a demandé à la Banque de France d'accepter les obligations et les actions des compagnies de chemin de fer comme garanties dans les opérations d'escompte et également pour les prêts à toute personne privée. Il demande également à la Banque de France de prêter de l'argent aux compagnies de chemin de fer avant les nouvelles émissions et de placer ces émissions sur le marché. Ces mesures ont aidé les compagnies de chemin de fer à financer leurs activités, à un moment où elles étaient confrontées à des contraintes et avaient été incitées à fusionner entre elles par le gouvernement."([Leclerc, 1982, p.907]).

<sup>9</sup> Le réescompte des prêts par la Banque de France a été autorisé pour une durée allant jusqu'à cinq ans. Ces opérations ont permis de lever 50 milliards de francs français en juillet 1947 et de financer des programmes d'investissement à grande échelle dans les services publics nationalisés (charbon et électricité) et les entreprises automobiles (Feitertag, 1995).

La plateforme européenne Green Deal a défendu cette approche en demandant à la Banque européenne d'investissement d'émettre des obligations vertes à long terme, qui seraient ensuite rachetées par la Banque centrale européenne dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (Green Deal, 2019).

Le réescompte des crédits ODD permettrait de donner une incitation positive aux acteurs du système bancaire.

### ***Levier # 3 : création d'un marché interbancaire de certificats de prêts au secteur ODD***

Il est très probable que certaines banques ne pourront pas pour des raisons techniques, ou ne voudront pas atteindre la cible annuelle fixée dans le cadre de ce dispositif. D'autres banques engagées (comme par exemple la banque espagnole Triodos, ou en France le Groupe Crédit Coopératif) seront très largement au-delà de la cible. En d'autres termes, certaines banques pourraient avoir manqué la cible fixée ( $\Delta L_{f,odd} \Delta L$  ;  $\Delta B \Delta odd$ ) tandis que d'autres banques pourraient l'avoir excédée. La création d'un marché de certificats de prêt pour les ODD, dans l'esprit des *Priority Sector Lending Certificates* (PSLC) indiens nous semble particulièrement appropriée pour gérer ces déséquilibres et apporter au système la souplesse nécessaire.

En Inde, la Banque centrale fixe des objectifs de prêts aux secteurs prioritaires (tels que l'agriculture, l'éducation ou les petites et moyennes entreprises). Les banques peuvent vendre et acheter des certificats de prêt au secteur prioritaire (PSLC) par le biais d'une plateforme de négociation gérée par la Banque centrale. Les banques excédentaires vendent l'exécution de l'obligation du secteur prioritaire aux banques acheteuses. La transaction n'implique aucun transfert du prêt ni des risques associés entre banques contractantes.

Nous proposons qu'en Europe un système analogue soit mis en place avec une commission (le prix de ces certificats) qui serait déterminée par confrontation de l'offre et de la demande avec un prix plancher fixé par la BCE. Il conviendrait de réfléchir au pilotage par la BCE qui pourrait, dans certaines conditions, se porter acquéreur en dernier ressort. En permettant aux banques excédentaires de vendre leurs excédents de prêts ODD-compatible, ce mécanisme pourrait donner au secteur bancaire la flexibilité nécessaire pour réaliser sa transition, tout en créant une source de revenus supplémentaires (et donc un avantage de marché) significatif aux banques qui dépassent la cible.

Si les mesures ne suffisent pas, la Banque Centrale Européenne devra financer les transitions coûte que coûte. Dans ce cas, nous proposons alors que la BCE prête aux états membres un montant de 2000 milliards de « dette de transitions. » Les remboursements commenceraient seulement lorsque des seuils minimaux pour certains indicateurs sociaux et environnementaux seraient atteints. Les états auront pour obligation de financer avec cet argent des entreprises nouvelles ad-hoc, sur le modèle d'Airbus, créés pour assurer les transitions dans les trois secteurs énergétique sanitaire et agricole. Ces entreprises pourront éventuellement être privatisées à terme quand les objectifs de transition seront atteints.

### **3. Conclusion**

Nous sommes aujourd'hui dans une « drôle de guerre » climatique, ou l'urgence du financement des transitions, les risques d'effondrements divers, doit nous conduire à rénover dans l'urgence les relations entre la BCE et les banques privées. Dans cette note nous avons présenté quelques propositions concrètes à partir d'exemples historiques et de comparaisons internationales. Rappelons néanmoins que l'offre de crédit ne crée pas la demande de crédit : il faut aussi que les crédits soient profitables, et même tout simplement demandés. Des politiques complémentaires - comme par

exemple la création d'un prix tutélaire du carbone et des investissements d'accompagnement de l'Etat - seront nécessaires en complément des mécanismes présentés ici.

#### Références

Feiertag, O. Le Nerf de L'après-Guerre: le Financement de la Reconstruction Entre l'Etat et le Marché (1944–1947). *Matériaux Pour L'histoire Notre Temps* **1995**, 39, 46–51.

Green New Deal for Europe. Blueprint for Europe's Just Transition. 2019. Rapport disponible à l'adresse: <https://www.gndforeurope.com/10-pillars-of-the-green-new-deal-for-europe>

Lagoarde-Segot, T., 2020. « Financing the Sustainable Development Goals ». *Sustainability* 2020, 12, 2275.

Leclercq, Y. Les transferts financiers. Etat-compagnies privées de chemin de fer d'intérêt général (1833–1908). *Rev. Econ.* **1982**, 33, 896–924.

Levitski, J. World Bank Lending to Small Enterprises. A Review; Industry and Finance Series Volume 16; The World Bank: Washington, DC, USA, 1985.

Reclaim Finance, 2020. Quantitative easing and climate : the ECB's dirty secret. Rapport disponible à l'adresse <https://reclaimfinance.org/site/wp-content/uploads/2020/05/Report-Quantitative-easing-the-ECBs-dirty-secret-RF.pdf>

Steffen, W., Broadgate, W., Deutsch, L., Gaffney, O., & Ludwig, C. (2015). The trajectory of the Anthropocene: The Great Acceleration. *The Anthropocene Review*, 2(1), 81–98. <https://doi.org/10.1177/2053019614564785>