



« La BCE à l'heure des décisions (2/2) »

Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement

Jézabel Couppey-Soubeyran*

DECEMBRE 2020

En inscrivant la « soutenabilité environnementale » dans la révision stratégique lancée début 2020, la Banque centrale européenne (BCE) a signalé qu'elle prenait au sérieux les appels pour intégrer la politique monétaire dans la lutte contre le changement climatique, et plus largement contre la crise écologique qui menace nos sociétés et nos économies. Pour contribuer à ce débat dont l'enjeu est exceptionnel, nous publions deux notes sur le rôle des autorités monétaires et prudentielles dans la transition écologique.

Jézabel Couppey-Soubeyran propose ici un tour d'horizon des options possibles pour verdir la politique monétaire, en faisant de la soutenabilité environnementale un objectif à part entière de la Banque centrale européenne. D'un côté des options « vert clair » : celles-ci consistent à verdir les conditions d'accès à la liquidité et les achats d'actifs réalisés par la BCE et sont toutes réalisables dans le cadre institutionnel actuel ou en restant fidèles à son esprit. De l'autre, l'option vert vif : celle-ci s'inscrirait dans un *policy-mix* vert, et assurerait un financement de transition écologique par la banque centrale sans alimenter la dette et en préservant la stabilité financière. C'est l'option exigeant le plus de changements sur le plan institutionnel, mais sans doute celle qui ferait le plus avancer la transition écologique.

Dans la note précédente, Wojtek Kalinowski et Hugues Chenet** proposent de surmonter les entraves qui ont empêché jusqu'ici les banques centrales et les autorités de supervisions de passer à l'action.

* Conseillère scientifique de l'Institut Veblen, maîtresse de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et professeure associée à l'École d'économie de Paris. Cette note a bénéficié de la relecture et des remarques d'Emmanuel Carré, Étienne Espagne, Olivier Fontan, Dominique Plihon, Marc Pourroy. Je les remercie tous chaleureusement. Bien entendu, mes analyses ne les engagent pas.

** Auteurs de la note 1

Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement

Nos publications récentes

NOTES & ÉTUDES

[Après le Covid-19, raccourcir les chaînes de valeur, régionaliser et relocaliser](#), août 2020, par Mathilde Dupré

[Pour une gestion qualitative du risque climatique : notre réponse à l'ACPR](#), juin 2020, par Wojtek Kalinowski

[Pour une relance européenne fidèle au « serment vert »](#), mai 2020, par Wojtek Kalinowski & Julien Hallak & Mathilde Dupré

[Pour sortir de la crise : repensons la monnaie](#), mai 2020, par Baptiste Bridonneau & Julien Hallak & Laurence Scialom

[Protection sociale : quelles nouvelles solidarités face à la crise ? Entretien avec Michaël Zemmour](#), mai 2020, par Julien Hallak & Michaël Zemmour

[La « monnaie hélicoptère » contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire](#), avril 2020, par Jézabel Coupey-Soubeyran

[La déréglementation en France et dans l'UE](#), février 2020, par Mathilde Dupré

[Un drone monétaire pour remettre la politique monétaire au service de tous](#), janvier 2020, par Emmanuel Carré & Jézabel Coupey-Soubeyran & Thomas Lebrun & Thomas Renault

LIVRES

[Après le libre-échange](#), par Mathilde Dupré & Samuel Léré, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2020

[Pour une écologie numérique](#), par Eric Vidalenc, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2019

Dossier « La BCE à l'heure des décisions (2/2) »

Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement

Jézabel Coupey-Soubeyran

DECEMBRE 2020

Association à but non lucratif, l'Institut Veblen promeut les idées économiques et les politiques publiques qui font avancer la transition écologique. À travers nos publications et nos actions nous œuvrons pour une économie plus juste et respectueuse des limites physiques de la planète.

www.veblen-institute.org

Nous sommes soutenus dans notre mission par la Fondation Charles-Léopold Mayer.



RÉSUMÉ

La forte mobilisation des banques centrales face à la crise sanitaire contraste avec leur attentisme sur le plan du dérèglement climatique et plus largement de la crise environnementale. Or, en la matière, rester immobile c'est reculer. En restant aveugle à l'empreinte carbone des banques qu'elle refinance, des collatéraux qu'elle accepte et des titres qu'elle achète, la BCE retardera l'objectif de neutralité climatique que l'Union européenne s'est fixé à l'horizon de 2050. Elle compromettrait aussi ses propres missions, car si l'on échoue à inverser la tendance actuelle, la crise climatique provoquera à n'en pas douter une instabilité monétaire, économique et financière sans précédent.

La présente note soutient que l'objectif de soutenabilité environnementale doit entrer dans le mandat de la BCE. L'approche par les risques, qui a pour le moment la préférence des autorités monétaires et prudentielles, l'y fait entrer de façon indirecte, en l'incluant dans la prévention de l'instabilité financière et traitant le risque climatique comme une source de risques financiers. Une approche par la politique monétaire irait plus loin en faisant de la soutenabilité environnementale un objectif à part entière de la politique monétaire de la BCE. Cela revient non seulement à renoncer au principe de neutralité monétaire, pas neutre du tout au plan climatique et environnemental, mais à s'engager plus avant dans le verdissement de la politique monétaire.

L'objectif de soutenabilité environnementale existe déjà « implicitement » dans le cadre institutionnel actuel, puisque la neutralité climatique à l'horizon 2050 entre dans les objectifs de l'Union et que l'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne attend du SEBC qu'il « apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, dès lors que cela ne porte pas préjudice à l'objectif de stabilité des prix ». Force est de constater toutefois que l'implicite n'induit pas une démarche active de contribution à la transition écologique.

Expliciter un tel objectif dans le mandat de la BCE favoriserait l'orientation de sa politique monétaire vers la transition écologique. Le verdissement de la politique monétaire serait ainsi rendu indispensable et non optionnel. Cela impliquerait de confier un rôle à la BCE dans le pacte vert de l'Union européenne ou de réécrire l'article 127, donc une extension du cadre institutionnel mais sans transformation profonde.

Il existe un assez large nuancier d'options opérationnelles possibles pour « verdir » la politique monétaire.

- Tout un ensemble d'options « vert clair », consistant à verdir les MRO, les collatéraux, les TLTRO, ou le QE, sont réalisables dans le cadre institutionnel actuel ou restent fidèles à son esprit. Elles ont en commun de ne pas impliquer directement la banque centrale dans le financement de la transition écologique et, de ce fait, lui feraient exercer un rôle certes plus actif qu'actuellement mais limité.
- La plus vive des options « vert clair » serait un programme d'achats d'actifs publics émis pour financer des investissements climat, la seule dans ce premier ensemble à « faciliter » l'investissement public dans la transition, sans cependant le financer directement.
- Autre option, celle « vert vif », consistant à monétiser les dépenses publiques nécessaires à la transition écologique, ferait de la banque centrale un acteur majeur du financement de la transition écologique. Le pouvoir de création monétaire de la banque centrale serait alors mis au service de la collectivité. C'est l'option qui combinerait le mieux politique monétaire, politique budgétaire et politique prudentielle dans un *policy-mix* vert. Seule

cette option assurerait, en effet, un financement qui préserverait les finances publiques et, parce qu’il n’alimenterait pas la dette, préserverait aussi la stabilité financière, dans le même sens que la politique prudentielle. C’est toutefois aussi l’option exigeant le plus de changements sur le plan institutionnel, donc forcément celle qui suscitera le plus d’oppositions.

Pour avancer vers le « vert vif », il faudra probablement passer d’abord par les nuances du « vert clair », moins pour des raisons de fond qu’au vu des blocages institutionnels et politiques qui ne sont pas aisés à lever. La note présente ainsi des « petits pas » à cadre institutionnel constant, dont l’efficacité reste à déterminer, mais qui permettraient à la BCE d’avancer dès maintenant, dans le cadre de sa révision stratégique, en espérant qu’ils puissent enclencher une dynamique plus large. Elle propose aussi de « plus grands pas », qui feraient à notre avis beaucoup plus avancer la transition écologique, mais qui exigeraient des changements institutionnels majeurs, dont la décision n’incombe pas à la BCE mais aux parlements européen et nationaux, et qui donc prendront du temps.

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction.....	5
2. La neutralité climatique oui, la neutralité de la politique monétaire non !.....	9
2.1. Le nécessaire abandon de la neutralité monétaire	9
2.2. De l’approche par les risques à celle par la politique monétaire	10
2.3. Expliciter l’objectif de soutenabilité environnementale	11
2.4. ...pour en finir avec la non-neutralité climatique de la banque centrale	14
3. Vert clair : le verdissement possible des instruments existants	15
3.1. Nuances de vert clair	16
3.2. MRO verts	17
3.3. Collatéraux verts	18
3.4. TLTRO verts	19
3.5. QE vert « responsable »	20
3.6. QE vert « préventif »	22
4. Vert vif : la monétisation pour financer la transition écologique	23
4.1. Un parallèle utile entre dette Covid et dette climat	23
4.2. L’ampleur et la durée des investissements publics dans la transition écologique posent inévitablement la question de son financement	24
4.3. Libérer de la dette la dépense d’investissement dans la transition écologique	26
4.4. Réponses aux contre-arguments.....	27
5. Conclusion	29

1. Introduction

Tous les États membres de l'Union européenne (UE), à l'exception de la Pologne, ont entériné, lors du Conseil européen des 12 et 13 décembre 2019, l'objectif consistant à parvenir d'ici 2050 à la « neutralité climatique¹ » conformément aux objectifs de l'accord de Paris de 2015. La Commission européenne a repris cet objectif dans le cadre du Pacte Vert et de la loi climat européenne en cours d'examen qui revoit aussi à la hausse (de 40 % à 55 % voire à 60 %, si le Conseil finit par suivre la proposition du Parlement européen) les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) à l'horizon 2030.

Quel rôle la BCE et l'Eurosystème dans son ensemble ont-ils à jouer en la matière ? À tout le moins, celui de ne pas entraver les objectifs climatiques et environnementaux que poursuit l'UE. Au-delà, celui de prendre une part active dans l'accélération de la transition écologique.

L'heure des décisions approche avec la révision stratégique menée par la BCE en ce moment même, où la « soutenabilité environnementale » figure comme l'un des six sujets qui donneront lieu à la présentation d'une stratégie. Quel que soit le niveau d'ambition choisi par la BCE, le statu quo n'est plus possible. Même si la BCE n'entend pas forcément jouer un rôle moteur dans la politique de l'UE, a minima, elle ne pourra pas ne pas adapter son action au risque climatique. En restant aveugle au contenu carbone des titres acquis dans le cadre de ses programmes d'achats d'actifs ou à celui du bilan des banques qui se refinancent auprès d'elle, ou encore à celui des titres qu'elle accepte comme collatéraux dans les opérations de refinancement, elle ira à l'encontre de l'objectif que l'UE cherche à atteindre. Et ses missions actuelles finiront par en pâtir. Retarder la transition écologique ne ferait qu'augmenter le risque d'une crise climatique, qui à n'en pas douter provoquerait une formidable instabilité à la fois monétaire, économique et financière.

De ce point de vue, le principe de neutralité que la Banque centrale européenne (BCE) applique encore dans ses achats de titres, censés couvrir toutes les classes d'actifs et toutes les maturités sans aucune approche sélective, est, très concrètement, une entrave aux engagements pris par l'Union européenne depuis l'Accord de Paris, donc contraire à la transition écologique et aux intérêts même de la banque centrale. La BCE devra donc bientôt l'abandonner et cela ne devrait pas tarder.

Prendre une part plus active à la transition écologique impliquera vis-à-vis du risque climatique non seulement que la banque centrale y adapte son action, mais aussi qu'elle l'oriente vers l'atténuation de ce risque et qu'elle participe au financement de la mise en place d'une économie bas carbone.

Deux approches sont possibles pour les banques centrales vis-à-vis du risque climatique, qui ne déboucheront assurément pas vers la même action d'atténuation : l'une par les risques financiers auxquels le risque climatique expose, l'autre par la politique à mettre en œuvre pour y faire face².

¹ La neutralité climatique implique qu'il n'y ait pas plus de GES que ce que les sols et les forêts puissent en absorber. Voir la version grand public du rapport annuel Neutralité Carbone septembre 2020 du Haut Conseil pour le climat : « Redresser le cap, relancer la transition » ; https://www.hautconseilclimat.fr/wp-content/uploads/2020/09/hcc_rapport_grand-public_2020_-2.pdf

² La distinction reprise ici entre l'approche par les risques et celle par la politique économique (en l'occurrence la politique monétaire) a été introduite par Maria Berenguer, Michel Cardona et Julie Evain dans une Étude Climat

L'approche par les risques financiers trouve son origine dans le discours sur la « tragédie des horizons » qu'avait prononcé Mark Carney en septembre 2015³. Depuis la prise de conscience qu'il a provoquée, banques centrales et autorités de supervision appréhendent le risque climatique principalement sous l'angle de l'instabilité financière qu'il peut engendrer. À l'échelle de chaque établissement, le changement climatique induit, en effet, des risques individuels de dommage, de transition et de responsabilité. À une échelle globale, qui reste moins bien saisie pour le moment, les événements de type « Green Swan », qu'il peut engendrer, exposent à un risque de crise financière systémique (BRI et Banque de France, 2020⁴). Fragilité financière et dérèglement climatique sont étroitement liés (Aglietta & Espagne, 2016⁵).

Cette première approche a le grand mérite d'avoir sensibilisé les autorités monétaires et prudentielles à la transition écologique. C'est un progrès en soi. Mais poussera-t-elle suffisamment les banques centrales à agir ? En subordonnant l'action à la mesure d'un risque qui est en réalité incalculable, elle risque au contraire de la reporter sans cesse (Kalinowski & Chenet, 2020). C'est, dès maintenant, par la politique monétaire⁶ qu'elles mènent, en la « verdissant », que les banques centrales pourraient contribuer à lutter contre le changement climatique. Cette seconde approche, celle par la politique monétaire, reposant sur la précaution plutôt que sur un vain calcul de risque, serait plus favorable à l'action d'atténuation. Elle consisterait en ce que les opérations de politique monétaire ne soient plus conduites indépendamment de l'empreinte carbone des bilans bancaires et des actifs pris comme collatéraux ou achetés par la banque centrale.

Dans les deux cas, la soutenabilité environnementale⁷ – définie au moins dans sa dimension climatique comme l'objectif d'un réchauffement climatique limité au niveau que le GIEC considère

d'I4CE (11 mars 2020) « Intégrer les risques liés au climat dans les exigences de fonds propres des banques » ; <https://www.i4ce.org/download/integrer-les-risques-lies-au-climat-dans-les-exigences-de-fonds-propres-des-banques>.

³ Carney, M. (2015), « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability », Discours, Bank of England, 29 septembre : <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>

⁴ Bolton, P., Després, M., da Silva, L. A. P., Samama, F., & Svartzman, R. (2020), « The green swan. Central banking and financial stability in the age of climate change », Banque des règlements internationaux & Banque de France, 20 janvier : « Les risques climatiques peuvent (...) donner lieu à ce que nous appelons des “cygnes verts”, des événements imprévus dont l'impact pourrait aller jusqu'à causer une crise financière systémique. Dans ce contexte, les analyses de risque basées sur des données historiques et les modèles économie-climat actuels ne peuvent anticiper de manière suffisamment précise la manière dont les risques climatiques pourraient se matérialiser » (extrait du résumé) ; <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>

⁵ Aglietta, M., & Espagne, É. (2016) « Climate and Finance Systemic Risks, More Than an Analogy? : The Climate Fragility Hypothesis » CEPII Working Paper n° 2016-10, avril ; <http://www.cepii.fr/CEPII/fr/publications/wp/abstract.asp?NoDoc=9079>

⁶ C'est aussi en verdissant la régulation financière que les banques centrales pourront agir sur le risque climatique, du moins pour celles, comme la BCE, investies d'une mission en la matière. Cette note sera toutefois consacrée à la politique monétaire et n'abordera pas le verdissement de la régulation financière.

⁷ Notons que la BCE elle-même fait référence à la « soutenabilité environnementale » comme un des sujets à traiter dans le cadre de la révision stratégique. Ce terme peut naturellement revêtir plusieurs sens et se traduire par des approches différentes ; tout l'enjeu du débat est précisément de savoir quel sera le choix de la BCE sur ce plan. La présente note l'emploie dans le sens d'une prise en compte des impacts physiques des activités économiques, à l'instar de la « matérialité physique » définie par les lignes directrices 2019 de la Directive européenne sur le reporting extra-financier, qui listent un nombre d'indicateurs comme les émissions GES ou la consommation d'énergie. Un autre exemple est donné par la taxonomie « verte » européenne, qui propose une approche plus globale en introduisant un double critère de la soutenabilité : une activité reconnue comme

comme soutenable et qui devrait guider toutes les politiques publiques (1,5 °C) – entrera dans le champ d'action de la banque centrale. Mais elle le fera de façon plus ou moins directe et plus ou moins explicite selon l'approche privilégiée. L'approche par les risques ne fait de la soutenabilité environnementale qu'un objectif indirect, par le biais de la stabilité financière. C'est avec une approche par la politique monétaire que la soutenabilité environnementale deviendrait un objectif à part entière de la banque centrale, au même titre que les objectifs de stabilité économique et de stabilité financière qu'elle poursuit en plus de son objectif de stabilité monétaire.

Si l'on veille à sa bonne interprétation, le cadre institutionnel actuel fait en réalité déjà exister cet objectif, mais seulement de manière implicite. L'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (UE) précise, en effet, que le SEBC⁸ apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, dès lors que cela ne porte pas préjudice à l'objectif de stabilité des prix. Et comme la neutralité climatique à l'horizon 2050 entre dans les objectifs de l'Union, le SEBC agirait dans le cadre de ses missions en apportant son soutien à cet objectif de soutenabilité environnementale. Nul doute cependant qu'un objectif explicite de soutenabilité environnementale impliquerait une politique monétaire plus ambitieuse et plus ciblée sur les objectifs de la transition, puisqu'il clorait les discussions sur le degré d'ambition du verdissement à atteindre. Il impliquerait néanmoins de confier un rôle à la BCE dans le « Pacte vert » de l'Union européenne ou de réécrire l'article 127. Cela signifierait une extension marginale du cadre institutionnel, sans transformation profonde.

La BCE pourrait donc verdir sa politique monétaire en s'engageant au-delà d'une approche par les risques. Les appels en ce sens se font plus nombreux. Pour s'y résoudre, la banque centrale devra toutefois se considérer légitime à poursuivre un objectif de soutenabilité environnementale. Mieux vaudrait pour cela l'explicitier dans son mandat.

Différentes options se présentent à la BCE. Toutes n'auront pas la même contribution à la transition écologique et à son financement, ni les mêmes implications sur le plan institutionnel. La présente note propose un tour d'horizon des choix possibles, du « vert clair » au « vert vif » selon le niveau d'ambition, en discutant les avantages et les inconvénients de chacune d'elles.

Il existe tout un ensemble d'options « vert clair », qui se fonderaient sans difficulté dans le cadre institutionnel actuel. Il s'agit de verdir les conditions d'accès à la liquidité, via les taux ou les collatéraux exigés, ainsi que les programmes d'achats d'actifs. Bien que ces options semblent pour le moment être plus étudiées et discutées à l'extérieur qu'à l'intérieur des banques centrales, il n'est pas du tout impossible que certaines d'entre elles émergent, notamment à l'issue de la revue stratégique de la BCE. Dans une interview au *Monde* le 19 octobre 2020, Christine Lagarde

« verte » doit contribuer positivement dans une des dimensions retenues (par exemple contribuer) sans « nuire significativement » aux autres domaines. Dans les deux cas, ces indicateurs s'appliquent aux activités de l'économie réelle, mais rappelons que l'Accord de Paris sur le climat établit un lien explicite entre les objectifs climatiques et le système financier, en engageant les pays signataires à rendre les flux financiers « compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques » (article 2.1.c). Rappelons aussi qu'en février 2018, en réponse à l'interpellation de l'eurodéputé Paul Tang, le président de la BCE de l'époque, Mario Draghi, avait déclaré que la BCE était tenue par l'Accord de Paris.

⁸ L'expression « SEBC » (Système européen de banques centrales, incluant la Banque centrale européenne – BCE – et les banques centrales nationales – BCN – des États membres de l'Union européenne) est reprise ici car c'est celle qui figure dans l'article 127 du traité. Toutefois, dans la suite de la note, j'utiliserai plutôt l'expression Eurosysteme (incluant la BCE et les BCN des pays de la zone euro) ou parfois plus simplement la BCE.

affirmait, en effet, sa volonté de « s’interroger sur l’action légitime d’une banque centrale pour participer à la lutte contre le changement climatique⁹».

Ces options vert clair, si elles voyaient le jour, favoriseraient surtout l’investissement privé dans la transition écologique et rendraient les investissements polluants moins attractifs. Or se pose également la question du financement de l’investissement public dans la transition. Pour le renforcer, un programme spécial d’achat d’actifs publics serait nécessaire, notamment pour financer un Green deal européen (avec des ambitions revues à la hausse¹⁰). Ce serait une manière de coordonner la politique budgétaire européenne, dans son volet d’investissements publics verts, et la politique monétaire de la BCE. Cette dernière « faciliterait » alors l’investissement public vert dont les États assureraient le fléchage. Ce serait réalisable à cadre institutionnel constant, même avant que la BCE n’ait totalement renoncé à son principe de neutralité, puisque le verdissement serait piloté par les États et qu’elle ne ferait qu’en faciliter le financement. Non exclusive des autres, cette option ne souffrirait évidemment pas d’un renoncement au principe de neutralité.

Par-delà le cadre institutionnel existant, une autre option existe. Cette option « vert vif » contribuerait à la transition écologique d’une façon plus directe, puisqu’elle financerait les dépenses d’investissement s’y rapportant par une monétisation sans contrepartie qui déchargerait la dette publique de cet effort. Cette option est, pour le moment, la moins audible au sein de l’Eurosysteme, précisément parce qu’elle n’est pas réalisable dans le cadre légal de ses missions. Ce serait pourtant celle qui ferait probablement avancer le plus vite la transition écologique et qui articulerait le mieux la politique monétaire et la politique budgétaire, en plaçant la première au service de la seconde, sans soumettre les dépenses liées à la mise en œuvre du Green Deal à un risque d’insoutenabilité de la dette publique et sans alimenter le risque de crise financière qui peut accompagner les programmes massifs d’achats d’actifs par les banques centrales. Si, à l’avenir, la transition écologique est conduite en recherchant la meilleure des combinaisons possibles entre politique monétaire, politique budgétaire et politique prudentielle, alors cette option de verdissement vert vif mériterait d’être considérée.

Ne rien changer n’est en tout cas plus une option. Face au dérèglement climatique, le statu quo n’est pas une inertie, mais un recul. L’histoire du Central Banking nous enseigne que « les banques centrales se sont constamment adaptées aux défis du moment » (Jeffers et Plihon, 2020¹¹). Gageons que la BCE saura s’adapter au défi climatique au-delà des petits pas.

⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2020/html/ecb.in201019~45f5cf8040.fr.html>

¹⁰ Voir la note Veblen « Réussir le « “Green Deal” : un programme social-écologique pour sortir l’Europe de la crise », par Wojtek Kalinowski, Julien Hallak, Mathilde Dupré, 21 mars 2020 : <https://www.veblen-institute.org/Resume-des-propositions.html>

¹¹ Esther Jeffers et Dominique Plihon, « Les objectifs écologiques et sociaux font-ils partie du mandat des banques centrales ? Les leçons de l’histoire du central banking », Working Paper de la Chaire énergie et prospérité, 16 octobre 2020 ; http://www.chair-energy-prosperity.org/wp-content/uploads/2020/10/publication2020_mandat-banque-centrale_jeffers-plihon.pdf

2. La neutralité climatique, oui, la neutralité de la politique monétaire, non !

L'idée selon laquelle les banques centrales font partie des acteurs dont on attend qu'ils s'impliquent pour parvenir à l'objectif de neutralité climatique que s'est fixé l'Union européenne à l'horizon de 2050 ne fait pas encore l'unanimité. Notamment chez les banquiers centraux, en raison d'une tout autre neutralité, celle de la politique monétaire qu'elles conduisent, qui a longtemps présidé à leur action. La politique des banques centrales se veut de nature macroéconomique, ce qui exclut a priori des interventions ciblées et sectorielles en raison des distorsions qu'elles peuvent induire sur les marchés.

2.1. Le nécessaire abandon de la neutralité monétaire

Il y a encore quelques années, cette neutralité était revendiquée par les banquiers centraux, comme un principe à respecter dans le cadre de leurs achats d'actifs sur les marchés secondaires, pour « limiter les effets potentiellement distorsifs des achats sur le fonctionnement des marchés financiers, tout en permettant la transmission du stimulus monétaire à l'économie » (Dalbard & Nguyen, 2018¹²). L'attachement au principe de neutralité repose fondamentalement sur la croyance que les marchés constituent en eux-mêmes un mécanisme d'allocation optimale du capital, que l'action publique viendrait fatalement perturber. Une croyance à peine écornée par la crise financière de 2007-2008, en dépit de l'ampleur des mesures que les banques centrales ont dû déployer pour y parer.

Dans la conduite de son programme d'achats d'actifs (Asset Purchase Programme/APP, version européenne du Quantitative easing pratiqué par la Fed avec ses programmes Large-Scale Assets Purchase/LSAP), à partir de 2015, la BCE a ainsi veillé, en se conformant à ce principe, à étaler dans le temps ses achats d'actifs, en suivant un rythme mensuel et un volume annoncé à l'avance, à proportionner ses achats de dettes souveraines constituant l'essentiel de ce programme (Public Sector Purchase Programme/PSPP) en fonction de la participation des banques centrales nationales au capital de la BCE, à ne pas déformer par ses achats la courbe des taux de la dette souveraine des pays de la zone euro, et à ne pas détenir plus de 33 % de l'encours de titres souverains par chaque pays.

Quelques années avant la crise sanitaire, ce principe de neutralité était encore très prégnant, même lorsqu'il s'agissait pour un banquier central de s'exprimer à propos de la transition écologique. En novembre 2015, dans une conférence organisée pour l'ouverture de la COP21, soit deux mois après le discours de Mark Carney sur la tragédie des horizons faisant réaliser à tous ses homologues la dimension financière du risque climatique, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, déclarait encore : « Ne nous trompons pas sur la nature de la politique monétaire. Elle doit permettre d'atteindre des objectifs macroéconomiques, plutôt que des objectifs spécifiques liés à tel ou tel secteur. L'assouplissement quantitatif ne vise donc pas à

¹² Jean Dalbard & Benoit Nguyen, « Le QE en pratique : que signifie la neutralité de marché ? », Bloc-notes Eco, billet n° 81, 28 août 2018, Banque de France ; <https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/le-qe-en-pratique-que-signifie-la-neutralite-de-marche>

promouvoir certains types d'actifs plutôt que d'autres, mais simplement à libérer les capacités de financement de l'économie¹³. »

Or, le principe de neutralité est problématique eu égard aux engagements climatiques puisqu'il vise une reproduction des structures existantes de l'économie et des marchés, qui ne sont à l'heure actuelle pas en ligne avec l'objectif de limitation de la hausse des températures à « bien moins de 2 °C » d'ici 2100 fixé par l'Accord de Paris et a fortiori avec l'engagement de l'UE d'atteindre la neutralité climatique à horizon 2050.

Mais, dans une certaine mesure, la gestion de la crise sanitaire a consommé la rupture vis-à-vis de ce principe, en obligeant à relâcher les règles qui fixaient les proportions de dettes publiques pouvant être détenues par la BCE (relâchement de la règle des 33 % et de la règle d'achats proportionnés aux parts dans le capital de la BCE), certains émetteurs se retrouvant ainsi privilégiés.

Dans ce contexte, l'abandon du principe de neutralité est plus aisé à justifier et il n'est pas très surprenant de constater que le discours de la BCE est en train de changer, concédant désormais l'inefficacité du marché et interrogeant sur cette base le principe de neutralité : Isabel Schnabel, membre du directoire, déclarait le 28 septembre 2020 que la neutralité de marché n'était pas le cadre approprié lorsque le marché était défaillant¹⁴. On se souvient du rapport Stern (2006) dans lequel le changement climatique était présenté comme « la plus grande défaillance de marché que le monde ait jamais connue ». Appliquer un principe de neutralité face à un marché défaillant, c'est entretenir sa défaillance. Aussi les banquiers centraux sont-ils sur le point de renoncer au principe de neutralité. Christine Lagarde, en octobre dernier, évoquait clairement la possibilité de prendre en compte le risque climatique pour orienter les achats d'actifs de la BCE, invitant même ses homologues à se demander s'ils ne prenaient pas un risque excessif en pensant que les prix de marché l'intégreraient déjà¹⁵.

Le verdissement de la politique monétaire commence ainsi à faire son chemin. Et c'est de toute façon un chemin obligé pour les banques centrales. Car quelle que soit la façon d'appréhender le changement climatique, comme source de risques financiers ou bien comme perturbation macroéconomique, il les concerne. Mais, selon l'approche choisie, ce chemin sera plus ou moins long.

2.2. De l'approche par les risques à celle par la politique monétaire

Il n'est pas certain, à cet égard, que le discours de Mark Carney, sans sous-estimer son effet déclencheur et mobilisateur, encourage l'approche par la politique monétaire.

¹³ Discours de François Villeroy de Galhau, « Changement climatique : le secteur financier et le chemin vers les 2 degrés », 30 novembre 2015 ; <https://www.banque-france.fr/intervention/changement-climatique-le-secteur-financier-et-le-chemin-vers-les-2-degrees>

¹⁴ La citation exacte est la suivante : « *In the presence of market failures, market neutrality may not be the appropriate benchmark for a central bank when the market by itself is not achieving efficient outcomes* », et elle se termine par une note de bas de page qui renvoie à la proposition de l'ONG Positive money de verdir les TLTRO (cf. infra) ; https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200928_1~268b0b672f.en.html

¹⁵ « ECB to consider using climate risk to steer bond purchases, says Lagarde », *Financial Times*, 14 octobre 2020 ; <https://www.ft.com/content/f5f34021-795f-47a2-aade-72eb5f455e09>

C'est que le discours de Mark Carney a surtout ouvert la voie à une « approche par les risques », bien plus qu'à une « approche par la politique économique » et plus particulièrement par la politique monétaire. Ce faisant, la prise de conscience s'est notamment traduite, à partir de décembre 2017, par la mise en place du NGFS (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System) qui s'est d'ores et déjà traduit par un nombre croissant de travaux, s'inscrivant pratiquement tous dans une « approche par les risques », visant à évaluer tant bien que mal les risques financiers induits par le risque climatique, à intégrer le risque climatique dans des exercices de tests de résistance (*stress tests*) ou à développer des scénarios dans le prolongement de la méthode proposée par la TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures) depuis 2016, mieux adaptée à la nature singulière du risque climatique (occurrence très rare et impact très fort).

L'approche par les risques prédomine très largement dans les travaux et discussions au sein de ce réseau, et celle par le verdissement de la politique monétaire n'est encore abordée que par petites touches. Il y a pourtant de bonnes raisons de penser que l'approche par les risques est insuffisante, voire vaine si l'on attend de disposer du bon modèle pour mesurer un risque climatique relevant non pas de probabilités calculables mais de l'incertitude radicale (voir Kalinowski & Chenet, 2020). Une approche par la politique monétaire serait, à cet égard, plus opérationnelle. Or si les banquiers centraux admettent assez volontiers le verdissement nécessaire des méthodes d'estimation, de prévision, et des indicateurs qu'ils peuvent mobiliser dans le cadre de la politique monétaire, ils envisagent plus timidement, pour le moment, celui de leurs instruments de politique monétaire qui, s'il était admis, reviendrait dans les faits à assigner à la politique monétaire un objectif supplémentaire de « soutenabilité environnementale », au sens d'une contribution à l'obtention d'une neutralité climatique. Pour le moment, seule la Banque d'Angleterre a déclaré envisager de prendre en compte le climat dans ses achats d'actifs¹⁶, au-delà du seul principe de responsabilité environnementale d'investisseur (optique RSE¹⁷), qui semble être pour le moment le levier retenu par la BCE (*cf. infra*). Au mieux, l'approche par les risques permet-elle d'inclure des éléments relatifs aux enjeux climatiques dans la stabilité financière, mais elle ne fait pas de la soutenabilité environnementale un objectif à part entière.

2.3. Expliciter l'objectif de soutenabilité environnementale...

Pour mieux comprendre d'ailleurs la réticence des banquiers centraux à aborder plus frontalement le risque climatique sous l'angle de leur politique monétaire, il n'est pas inutile de rappeler que l'indépendance des banques centrales, et en particulier celle de la BCE, a beau être large, à la fois institutionnelle (*vis-à-vis* du pouvoir politique), financière (les banques centrales ont un capital propre), et surtout opérationnelle (dans l'élaboration et la conduite des opérations de politique monétaire), elle ne va pas et c'est tant mieux jusqu'à leur permettre de fixer leurs propres objectifs. Autrement dit, la BCE choisit en toute indépendance le chemin par lequel elle peut atteindre ses objectifs, mais son indépendance ne lui confère nullement la liberté de se fixer à elle-même un nouvel objectif. Ses objectifs sont inscrits dans le traité sur le fonctionnement de

¹⁶ « La Banque d'Angleterre pourrait prendre en compte le climat dans ses achats d'actifs », *La Tribune*, 24 septembre 2020 ; <https://www.latribune.fr/economie/international/la-banque-d-angleterre-pourrait-prendre-en-compte-le-climat-dans-ses-achats-d-actifs-858108.html>

¹⁷ Responsabilité sociale et environnementale.

l'Union européenne¹⁸. Cela signifie très clairement, à la décharge de la BCE et des BCN, qu'il ne leur revient effectivement pas de s'assigner à elles-mêmes un objectif explicite de soutenabilité environnementale en vertu duquel elles devraient aussitôt verdir leurs instruments de politique monétaire. La tâche revient aux parlementaires européens et aux législateurs.

Certes une interprétation large de l'alinéa 3¹⁹ de l'article 3 sur l'Union européenne peut amener à considérer qu'un objectif secondaire de soutenabilité environnementale existe déjà, au même titre que l'objectif secondaire de stabilité économique qui peut être poursuivi « sans préjudice de l'objectif principal » de stabilité des prix. Mais force est de constater que cela ne suffit pas à ce que la BCE se sente autorisée à orienter sa politique monétaire en fonction d'un objectif de soutenabilité environnementale et à verdir pour cela ses instruments. Un tel objectif n'est pas encore suffisamment explicite dans le mandat de la BCE.

À cet égard, le parallèle avec l'objectif de stabilité financière qui, depuis l'Union bancaire, entre explicitement dans les missions de la BCE, est intéressant. En effet, avant que la crise des dettes souveraines en zone euro n'oblige à réaliser l'Union bancaire au sein de laquelle la BCE s'est vu confier le contrôle prudentiel des établissements bancaires d'importance (mécanisme de supervision unique), la BCE n'intervenait guère pour la stabilité financière. Pourtant, la définition de « ses autres missions » pouvait déjà justifier une contribution en la matière. Dès la crise financière de 2007-2008, et donc avant que celle-ci ne dégénère dans le cas de la zone euro en crise des dettes souveraines, une plus grande implication de la banque centrale dans la stabilité financière ne manquait pas d'arguments²⁰. Plus encore, la stabilité financière est même une mission originelle des banques centrales²¹, puisque pratiquement toutes ont été créées pour remettre de l'ordre à un moment donné d'instabilité monétaire ou financière. Mais la doctrine des banques centrales dans les années 1990-2000 en voulait autrement. Le principe de séparation qui la sous-tendait, et qui porte une responsabilité dans la germination de la crise financière de

¹⁸ L'objectif principal de la BCE est fixé comme suit par l'article 127 paragraphe 1 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne : « L'objectif principal du Système européen de banques centrales [...] est de maintenir la stabilité des prix ». Son objectif de stabilité économique se déduit de la suite de cet article qui énonce que « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne ». Quant à l'objectif de stabilité financière, il relève du même article paragraphe 6, selon lequel « la BCE assume des missions spécifiques ayant trait au contrôle prudentiel des établissements de crédit établis dans les États membres participants », dans le cadre du mécanisme de surveillance unique, de l'Union bancaire. La stabilité et surveillance du système financier rentrent également dans « les autres missions » de l'Eurosystème qui contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en la matière. Ce double niveau d'objectifs a été rappelé par François Villeroy de Galhau le 25 septembre 2020 dans un discours inaugural du « Official Monetary and Financial Institutions Forum » ; <https://www.banque-france.fr/en/intervention/role-central-banks-heart-ecosystem>.

¹⁹ « L'Union établit un marché intérieur. Elle œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. Elle promeut le progrès scientifique et technique. »

²⁰ Cf. J.-P. Betbèze, C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon : « Banques centrales et stabilité financière », Rapport du conseil d'analyse économique n° 96, 2011 ; <http://www.cae-eco.fr/Banques-centrales-et-stabilite-financiere>, 180

²¹ Cf. B. S. Bernanke (2013) « A century of US central banking: Goals, frameworks, accountability » *Journal of Economic Perspectives*, 27(4), 3-16 ; Capie, F., & Goodhart, C. (1995), « Central banks, macro policy, and the financial system; the nineteenth and twentieth centuries » *Financial History Review*, 2(2), p. 145-161 ; Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2013) « Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial » *American Economic Review*, 103(3), p. 48-54.

2007-2008, a fait de la stabilité monétaire l'objectif primordial et a pratiquement effacé la stabilité financière des missions des banques centrales, au-delà de la contribution très indirecte que celles-ci pensaient y apporter en poursuivant leur objectif de stabilité monétaire²². C'était encore plus patent pour la BCE, entrée en fonction en 1999, que pour la Fed, dans la mesure où le mandat de la BCE a été formulé de manière hiérarchique (la stabilité monétaire d'abord, la stabilité économique ensuite si elle ne compromet pas l'objectif principal), alors que celui de la Fed a toujours été dual (la stabilité monétaire et la stabilité économique – à travers la recherche d'un maximum d'emplois et un taux d'intérêt de long terme modéré – sont des objectifs de même importance).

Ainsi, ce n'est qu'à partir du règlement MSU (mécanisme de surveillance unique²³), en 2013, qu'un objectif de stabilité financière est entré explicitement dans les missions fondamentales de la BCE. On notera qu'il s'agit essentiellement d'une mission de contrôle micro-prudentiel, même si celle-ci porte sur des établissements d'importance dont ceux figurant sur la liste des groupes bancaires systémiques établie chaque année par le Financial Stability Board. L'implication que la BCE pourrait avoir dans la politique macroprudentielle de prévention du risque financier systémique reste quant à elle plus floue, en tout cas limitée au contrôle des dispositions macroprudentielles issues des accords de Bâle 3 (coussin contracyclique et surcharges systémiques), car rien ne vient explicitement mentionner dans les textes la dimension macroprudentielle que pourrait revêtir l'objectif de stabilité financière. À cet égard, une explicitation de l'objectif de stabilité financière sous l'angle macroprudentiel permettrait pourtant d'exploiter bien davantage tout le potentiel de cet instrument pour prévenir les déséquilibres macro-financiers et donc aussi macro-économiques de la zone euro²⁴.

De la même manière, tant que la soutenabilité environnementale n'entrera pas explicitement dans les textes régissant les missions de l'Eurosystème, elle ne constituera pas un objectif suffisamment clair à même d'orienter la politique monétaire de la BCE vers la transition écologique. Au mieux, la BCE abordera le risque climatique sous l'angle des risques financiers qu'il induit, dans l'esprit du discours de Mark Carney, et en restera ainsi à une approche par les risques, qui l'amènera probablement à verdir ses modèles et ses indicateurs mais qui ne la conduira pas à verdir ses instruments de politique monétaire. Si la soutenabilité environnementale n'est pas inscrite plus formellement dans leur mandat, il est peu probable que les banques centrales s'autorisent à dépasser franchement l'approche par les risques et à appréhender le risque climatique sous l'angle de la politique monétaire. Autrement dit, il sera difficile d'orienter la politique monétaire vers la transition écologique (et a fortiori de l'inscrire dans une planification écologique) tant que ne sera pas assigné aux banques centrales un objectif explicite de soutenabilité environnementale. Cela est d'autant plus crucial que, contrairement à la stabilité

²² Ceci renvoie à l'hypothèse de Schwartz, du nom de l'économiste Anna Schwartz, co-autrice de Milton Friedman, arguant que la stabilité monétaire est une condition nécessaire et suffisante de la stabilité financière. Une hypothèse largement infirmée par la crise financière de 2007-2008 qui a germé dans un contexte de stabilité monétaire : des années 1990 jusqu'au déclenchement de la crise financière, le niveau de l'inflation et sa volatilité semblaient parfaitement contrôlés par les banques centrales, stabilisé au niveau de 2 % que la plupart ciblaient.

²³ Règlement du Conseil (UE) n° 1024/2013.

²⁴ Cf. Rapport pour le Parlement européen (Direction générale des politiques internes & Unité d'assistance à la gouvernance économique) publié en mai 2017 : J. Couppey-Soubeyran & S. Dehmej, « Le rôle de la politique macroprudentielle dans la prévention et la correction des divergences au sein de la zone euro », http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_STU%282017%29602073 ainsi que la Lettre du Cepii qui en offre un aperçu rapide : <http://www.cepii.fr/CEPII/fr/publications/lettre/abstract.asp?NoDoc=10621>

financière qui, lorsqu'on échoue à la prévenir, laisse tout de même des possibilités d'interventions après coup, il n'en ira très vraisemblablement pas de même en matière climatique. Une crise climatique aurait, bien au-delà d'une crise financière, un caractère irrémédiable.

Inscrire formellement un tel objectif dans le mandat de la BCE déboucherait sur une approche très différente de la « prise en compte du risque climatique » : rechercher la soutenabilité environnementale ne se réduit pas à prendre en compte le risque climatique. Elle consiste à prendre part à la transition écologique, d'une part en réorientant les flux financiers pour les rendre compatibles avec la neutralité climatique – ce que permet le verdissement des instruments de politique monétaire – et d'autre part en contribuant à son financement.

2.4. ... pour en finir avec la non neutralité climatique de la banque centrale

Expliciter un objectif de soutenabilité environnementale dans le mandat de la BCE rendrait aussitôt caduc le principe de neutralité pour la simple raison que ce principe n'est précisément pas neutre du tout du point de vue de la transition écologique. Il va même à son encontre, comme l'ont déjà souligné plusieurs études. D'après celle associant des économistes du Grantham Institute Research et de la LSE²⁵, les achats d'obligations réalisées par la BCE et la Banque d'Angleterre, dans le cadre de leur programmes d'achats de titres privés²⁶, ont été effectués au profit d'entreprises auxquelles peuvent être attribuées respectivement 59 % et 52 % des émissions de gaz à effet de serre. D'après une autre du Corporate Europe Observatory²⁷, 68 % des rachats d'obligations par la BCE auraient bénéficié à des entreprises du secteur des industries fossiles telles que Shell, Total, Engie, BMW, Repsol, Cofiroutes... (Plihon, 2018²⁸).

Les résultats de l'étude de Battiston et Monasterolo (2019) publiés par l'Institut Veblen²⁹ font également apparaître que 63 % des titres achetés dans le cadre du CSPP de la BCE ont financé des entreprises opérant dans les secteurs économiques les plus émetteurs des gaz à effet de serre (GES) : production et distribution d'énergies fossiles, secteur automobile, secteurs les plus intensifs en énergie, production d'électricité. Alors qu'inversement, les secteurs et activités contribuant explicitement à la réduction des émissions des GES n'ont représenté qu'une partie mineure de ces achats, précisément parce qu'ils ne représentent encore qu'une part mineure du marché : les obligations vertes et les transports ferroviaires, par exemple, n'ont représenté pris ensemble que 7 % environ du portefeuille. La Banque d'Italie et la Banque d'Espagne présentaient

²⁵ Matikainen S., Campiglio E., Zenghelis D. (2017), « The climate impact of quantitative easing », Policy paper, Londres, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics : https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al.pdf

²⁶ Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS) pour la Banque d'Angleterre et Corporate Sector Purchase programme (CSPP) pour la BCE, lancés en 2016.

²⁷ Corporate Europe Observatory (2016), « The ECB's "quantitative easing" funds multinationals and climate change », 12 décembre ; <https://corporateeurope.org/en/economy-finance/2016/12/ecb-quantitative-easing-funds-multinationals-and-climate-change>

²⁸ Cf. Présentation de Dominique Plihon dans le séminaire de la Chaire énergie et prospérité du 18 juin 2018 : « Le financement de la transition écologique, quel rôle pour les banques centrales ? » ; http://www.chair-energy-prosperity.org/wp-content/uploads/2018/01/event2018_monnaie-transition-bas-carbone_plihon.pdf

²⁹ Stanislas Jourdan & Wojtek Kalinowski, « Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne », mars 2019 ; https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/aligner_la_politique_monetaire_sur_les_objectifs_climatiques_europeens.pdf

les portefeuilles d'achats les plus intenses en énergies fossiles ; le secteur automobile était particulièrement présent dans le portefeuille de la Bundesbank ; et si le portefeuille de la Banque de France apparaissait le plus équilibré avec une part globale des quatre secteurs les plus émetteurs dans la moyenne européenne, son résultat devait beaucoup à l'importance du nucléaire (peu émetteur de GES mais posant d'autres problèmes de soutenabilité) dans la production d'électricité française.

En s'en tenant à la reproduction des structures existantes de marché, les achats d'actifs réalisés par les banques centrales dans le cadre de leur politique monétaire non conventionnelle conduite en réponse à la crise financière de 2007-2008 puis considérablement accrue pour faire face à la crise sanitaire, sont nécessairement biaisés en faveur des énergies fossiles et des activités émettrices de CO₂, au détriment des énergies non carbonées.

D'après l'étude de Dafermos *et al.* (2020), publiée par la New Economics Foundation³⁰, plus de la moitié de l'encours des obligations figurant sur la liste de la BCE sont émises par des secteurs à forte intensité de carbone, soit plus de 750 milliards d'euros (l'encours total d'obligations d'entreprise figurant la liste de la BCE étant évalué à 1 073 milliards d'euros à fin juillet 2020).

Cela signifie donc que si la banque centrale se borne dans ses achats d'actifs à reproduire les structures existantes de l'économie et des marchés, alors par définition elle fera obstacle à la transition écologique et perpétuera l'excès d'émissions de GES. La neutralité monétaire n'est pas neutre pour le climat ! Pour ne pas constituer un obstacle à la transition, la banque centrale se doit d'orienter ses achats vers les secteurs les moins carbonés ou de conditionner les achats d'actifs émis par des entreprises ou par des États trop émetteurs à la réduction constatée de leurs émissions ; « constatée » plutôt que « à venir » pour ne pas se heurter à un problème potentiel de non-sincérité des engagements. Elle se devra d'être « non neutre » s'il lui faut atteindre un objectif de soutenabilité environnementale explicitement inscrit dans ses missions.

Plusieurs options de verdissement de la politique monétaire sont envisageables et font déjà l'objet de travaux. La plupart sont des options « vert clair », au sens où elles consistent à mobiliser les instruments existants de la politique monétaire et à les orienter vers l'objectif de soutenabilité environnementale. Une fois cet objectif explicitement inscrit dans les missions de l'Eurosystème, ces options se fonderaient sans difficulté dans le cadre institutionnel existant. L'option « vert vif », qui sera également discutée dans cette note, impliquerait une modification plus substantielle des articles du TFUE régissant la politique monétaire de la BCE.

3. Vert clair : le verdissement possible des instruments existants

Dans le cadre du NGFS, les banques centrales se mobilisent, contribuent à éveiller les consciences au sein du secteur bancaire et financier et à créer un environnement plus favorable à la transition écologique. Mais le temps est venu d'un engagement plus opérationnel, plus instrumental. Les banques centrales peuvent actionner des instruments dont elles disposent déjà, en les verdissant.

³⁰ Yannis Dafermos, Daniela Gabor, Maria Nikolaidi, « Adam Pawloff & Frank van Lerven Decarbonising is easy. Beyond Market Neutrality in the ECB's corporate QE », New Economics Foundation, octobre 2020 ; <https://neweconomics.org/uploads/files/Decarbonising-is-easy.pdf>

3.1. Nuances de vert clair

Au moins quatre ajustements sont possibles et font l'objet de travaux. Les deux premiers concernent des instruments conventionnels, les deux suivants des instruments non conventionnels adoptés à la suite de la crise financière de 2007-2008.

- Le premier d'entre eux consisterait à verdir les opérations principales de refinancement (MRO – main refinancing operations) des banques en incorporant une « prime carbone » au taux pratiqué par la banque centrale (option « green MRO »)
- Le deuxième consisterait à verdir la composition des actifs acceptés comme collatéraux dans les opérations de refinancement (option « *green collaterals* »).
- Le troisième consisterait à verdir les TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*) afin que ceux-ci stimulent les crédits accordés à des émetteurs dont l'empreinte carbone est faible ou en réduction (option « *green TLTRO* »).
- Le quatrième consisterait à fixer une part incompressible d'actifs verts dans les programmes d'achats d'actifs (option « *green QE* »). Cette option pourrait inclure un programme d'achats d'actifs publics spécial Green Deal.

Kempf (2020³¹) examine les deux premières de ces options qui concernent des instruments conventionnels : le verdissement par les taux (MRO verts) et celui par les contreparties (collatéraux verts). Le verdissement des collatéraux fait également l'objet de travaux à la Banque de France notamment (Oustry *et al.*³²). François Villeroy de Galhau s'était d'ailleurs déclaré assez favorable à cette piste³³. Et la BCE a annoncé, quant à elle, le 22 septembre 2020³⁴, qu'elle accepterait les « *sustainability-linked bonds* » comme collatéral, à partir de janvier 2021.

Les deux autres concernent les instruments non conventionnels, qui ont pris une importance considérable à la suite de la crise financière et ont été encore renforcés en réponse à la crise sanitaire. Positive Money Europe & Sustainable Finance Lab ont conjointement publié en septembre 2020 la proposition de Jens van't Klooster & Rens van Tilburg de verdir les TLTRO³⁵. La proposition a été plutôt bien accueillie par la BCE. Quant au « QE vert », il constitue également une piste de « décarbonation » des achats d'actifs, suggérée il y a plusieurs années déjà par Aglietta *et al.* (2015³⁶), et examinée plus récemment par Dafermos *et al.* (2020³⁷). Vis-à-vis de

³¹ « Verdir la politique monétaire », *Revue d'économie politique* 2020/3, vol. 130 : <https://www.cairn.info/revue-d-economie-politique-2020-3-page-311.htm>

³² Cf. présentation lors du séminaire organisé par la Chaire énergie et prospérité & l'AFD « La transition écologique : vers un changement de paradigme monétaire et financier » ; <http://www.chair-energy-prosperity.org/comptes-rendus-evenements/transition-ecologique-vers-changement-de-paradigme-monetaire-financier/> ; Antoine Oustry, Bünyamin Erkan, Romain Svartzman, Pierre-François Weber, « Climate-related risks and central banks' collateral policy: a methodological experiment », Banque de France.

³³ « Climat : les banques centrales se mobilisent », *Revue de la stabilité financière « Verdir le système financier : la nouvelle frontière »*, n° 23, juin 2019 https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/revue_de_la_stabilite_financiere_23.pdf

³⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200922~482e4a5a90.en.html>

³⁵ « Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs » : <http://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2020/09/Green-TLTROs.pdf>

³⁶ Aglietta, M., Espagne, E., & Perrissin-Fabert, B. (2015) « A proposal to finance low carbon investment in Europe » *France Stratégie*, 24, 1-7 ; <https://www.strategie.gouv.fr/english-articles/policy-brief-proposal-finance-low-carbon-investment-europe>

cette option qui suscitait encore beaucoup de réserves il y a quelques mois, le discours est également en train de changer. Lors de son intervention à « the European Sustainable Finance Summit » du 28 septembre 2020, Isabel Schnabel a souligné que la BCE, en tant que grand investisseur, se devrait d'être transparente sur le risque climatique de ses expositions en portefeuille et d'adopter un comportement d'investisseur responsable³⁸. Et le fait d'envisager d'inclure les « *sustainability-linked bonds* » dans les achats de titres signale également, dans une certaine mesure³⁹, l'intention de la BCE commencer à verdir ses instruments de politique monétaire.

L'ensemble de ces propositions suppose de disposer préalablement d'une taxonomie opérationnelle, c'est-à-dire d'une liste permettant d'identifier les activités vertes et donc les actifs en relevant, comme la liste verte⁴⁰ réalisée par le Groupe technique d'experts sur le financement durable (TEG) de la Commission européenne rendue publique en mars 2019 et validée en décembre 2019 par le Parlement européen et le Conseil.

3.2. MRO verts

C'est d'abord par la modulation du taux directeur des opérations principales de refinancement que la politique monétaire pourrait verdir. Il s'agirait d'« appliquer à une banque ce taux corrigé d'une prime (positive ou négative) déterminée en fonction du degré moyen de risque climatique associé aux crédits que cette banque accorde à ses clients ». Cette proposition, formulée par Kempf (2020), sensibiliserait les banques commerciales aux implications climatiques de leur activité de crédit. L'introduction d'une prime climatique dans le coût de refinancement des banques associerait un coût d'opportunité positif à l'octroi de crédits carbonés⁴¹, alors que ce coût est nul aujourd'hui. Une banque qui augmenterait la part de crédits non compatibles avec la transition écologique ferait face à un coût de refinancement accru, tandis qu'à l'inverse une banque réduisant cette part et augmentant corrélativement la part de crédits verts à son bilan verrait son coût de refinancement auprès de la banque centrale diminuer.

Le dispositif s'appliquerait à des banques commerciales privées mais aussi à des banques publiques, nationales ou régionales, qui, si elles orientaient spécifiquement leur activité vers le

³⁷ Yannis Dafermos, Daniela Gabor, Maria Nikolaidi, Adam Pawloff et Frank van Lerven, « Decarbonising is easy », New Economics Foundation, octobre 2020 ; <https://neweconomics.org/2020/10/decarbonising-is-easy>

³⁸ La citation exacte est la suivante : « *Second, as large-scale investor, we have an obligation to appropriately reflect climate risks on our balance sheet. As part of this process, we are constantly examining whether our non-monetary policy portfolios are invested responsibly.* »

³⁹ À la différence des « green bonds », qui financent des projets verts, les SLB sont des instruments de financement qui ne flèchent pas spécifiquement les fonds levés vers des projets verts, mais dont le taux est ajustable à la hausse ou à la baisse en fonction d'indicateurs liés à la taxonomie européenne ou aux objectifs de développement durable. Si, par exemple, l'émetteur a réduit ses émissions de gaz à effet de serre au-delà de ses engagements, le taux d'intérêt de son emprunt est ajusté à la baisse, et inversement ajusté à la hausse s'il a fait moins bien. Les SLB sont moins verts que les green bonds mais étant donné l'étroitesse du marché de ces derniers avec de faibles volumes échangés, ils constituent en quelque sorte une solution d'extension (par dilution) du vert.

⁴⁰ « Taxonomy : final report of the technical expert group on sustainable finance » ; https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf

⁴¹ Par l'expression « crédits carbonés », on entend des crédits accordés à des entreprises dont l'empreinte carbone se situe au-delà de ce qui est jugé compatible avec les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Une telle évaluation requiert bien entendu une taxonomie, un reporting des émissions par secteur, entreprises et des cibles de réduction des émissions.

financement de projets verts, pourraient alors se voir accorder des refinancements à taux préférentiels.

Cette option de verdissement du taux de refinancement des banques privées ou publiques, comme pratiquement toutes celles visant à verdir la politique monétaire, suppose de pouvoir se référer à une taxonomie opérationnelle⁴². Celle de la Commission européenne est une liste par activités, qui permettrait, par exemple, d'identifier si les financements octroyés par les banques vont à des entreprises appartenant à un secteur d'activité répertorié comme vert. Ce serait un premier niveau de classement, probablement pas suffisamment fin. L'obligation de reporting des émissions par entreprise, prévue dans le cadre de la directive européenne Non-financial regulatory reporting, qui devrait bientôt devenir un règlement, offrirait un instrument de classement plus fin⁴³. On pourrait toutefois faire valoir que c'est au niveau, encore plus exigeant en termes de production d'informations écologiques, du projet financé, qu'il conviendrait d'établir l'adéquation aux objectifs de la transition écologique⁴⁴. Tous les financements, quelles qu'en soient la destination et la contribution à la transition écologique, accordés à une entreprise d'un secteur d'activité considéré comme vert devront-ils être considérés comme verts ? À n'en pas douter, c'est tout le référentiel informationnel des crédits et autres financements qui devra évoluer si l'on entend verdir la politique monétaire. Le fait que ce référentiel n'existe pas encore sous la forme idéale ne doit pas être vue comme une limite, car c'est à l'inverse la décision de verdir la politique monétaire qui obligera à le développer. Assurément, décider de verdir la politique monétaire ferait aussitôt augmenter la production d'informations écologiques puisqu'elle la rendrait indispensable.

3.3. Collatéraux verts

Sachant que les opérations de refinancement font nécessairement intervenir des collatéraux sous forme de titres déposés en garanties, le verdissement de la politique monétaire devrait aussi passer par celui de ces contreparties. Si la banque centrale se préoccupe d'aligner ses opérations sur les objectifs de l'Accord de Paris visant à contenir le réchauffement de la planète à 1,5 °C ou « très en dessous » de 2 °C, alors il lui faut s'assurer que les actifs qu'elle détient ou ceux qu'elle

⁴² En complément de la taxonomie européenne, le renforcement quantitatif et qualitatif de l'information extra-financière des émetteurs et des investisseurs ne pourra que soutenir et légitimer le verdissement de la politique monétaire. C'est en cours au niveau européen avec la révision de la directive de reporting non-financier (NFRD) qui a pour objet d'améliorer la qualité de l'information à la disposition des investisseurs en établissant un standard de reporting extra-financier pour les entreprises de plus de 500 employés. On peut également évoquer le règlement UE 2019/2088 Disclosure qui s'appliquera à compter de mars 2021 aux acteurs de marchés et conseillers financiers. Il exigera davantage de transparence sur l'intégration des critères ESG par les acteurs de marchés et les conseillers financiers.

⁴³ En France, en vertu de l'article L229-25 du code de l'environnement « sont tenus d'établir un bilan de leurs émissions de gaz à effet de serre : 1° Les personnes morales de droit privé employant plus de cinq cents personnes ».

⁴⁴ Dans son rapport « Maîtriser l'empreinte carbone de la France » (octobre 2020), le Haut conseil pour le Climat souligne la granularité de l'empreinte carbone en distinguant entre la notion d'« empreinte carbone » et celle d'« empreinte carbone d'un produit » « qui, en plus des émissions liées à la fabrication de ce dernier, compte aussi les émissions liées à son usage et à sa fin de vie, sans les distinguer de celles liées à la fabrication, et ne prend pas en compte le pays où le produit est utilisé ». Le rapport mobilise également la notion d'« empreinte carbone des produits », « car il s'agit de la meilleure information dont peuvent disposer les entreprises », sous le vocable « analyse en cycle de vie » des produits, pour la différencier de l'« empreinte carbone » réservée aux émissions de la demande intérieure.

accepte comme collatéraux des refinancements accordés aux banques commerciales soient alignés sur cet objectif. Kempf (2020) propose que la banque centrale applique un « écart de taux calculé sur la base de la notation “climat” de la contrepartie elle-même, ou alternativement, sur la classe climat de la banque, fondée sur les notations climat de son portefeuille de crédit ».

En amont de ce type de proposition, Oustry *et al.* (2020) évaluent dans quelle mesure les actifs éligibles (c'est-à-dire vérifiant les critères pour être admis comme garantis par l'Eurosysteme) et mobilisés comme collatéraux sont compatibles, dans leur ensemble, avec la transition « bas carbone ». L'évaluation s'appuie sur des métriques extra-financières⁴⁵, et la compatibilité est mesurée par rapport à un objectif 2 °C. Les métriques utilisées couvrent à peu près 60 % des 12 000 milliards d'actifs éligibles (aux deux tiers des titres de dette publique et un peu moins d'un tiers de titres émis par des banques ou des entreprises financières). Quelle que soit la métrique, le collatéral éligible, sans surprise, n'est pas aligné sur 2 °C. L'écart au point de référence de l'alignement est important. Par exemple, dans le cas de la métrique reposant sur un écart relatif (%) entre les émissions de GES et un « budget » conforme à un scénario 2 °C de l'AIE, un quart seulement des entreprises émettrices sont alignées. Le degré d'alignement des différentes classes d'actifs (selon leurs émetteurs) varie significativement selon la métrique choisie : les valeurs bancaires apparaissent moins mal alignées avec la métrique de note globale. Et l'hétérogénéité des notes moyennes des actifs éligibles émis par des banques est grande. Cela suggère que le degré d'exposition au risque de transition varie beaucoup selon les banques. Le résultat important, auquel parvient cette étude, est qu'il existe un vivier d'actifs bas carbone, deux fois moins intensif en émission de GES, de taille suffisante, équivalent à l'encours mobilisé, mais que les banques ne possèdent pas forcément.

Si l'objectif de cette étude, la première à fournir cette évaluation du degré d'alignement des collatéraux intervenant dans le cadre des opérations de politique monétaire, est plus de s'inscrire dans une approche par les risques et d'évaluer l'exposition des collatéraux au risque de transition, elle permet aussi, en creux, de montrer qu'un verdissement des collatéraux, dans le cadre d'une approche par la politique monétaire, serait possible.

3.4. TLTRO verts

Les TLTRO de la BCE représentaient fin octobre un encours de 1 752 milliards d'euros prêtés aux banques à des taux très bas, voire négatifs (- 0,5 % ou - 1 %) dans le programme TLTRO III, conditionnellement à la progression ou au maintien de l'encours de crédits à leur bilan (prêts aux ménages hors prêts immobiliers et prêts aux entreprises non financières⁴⁶). Ces opérations de refinancement sont les seules qui soient un tant soit peu conditionnelles à la contribution des banques au financement de l'économie. Mais la conditionnalité est faible puisqu'elle revient à exclure uniquement les banques dont l'encours de crédit a baissé et, outre l'exclusion du crédit

⁴⁵ L'une est une simple métrique d'intensité carbone, descriptive et statique, les deux autres sont analytiques et dynamiques, cherchant à capter l'alignement des actifs sur l'objectif 2 °C. Ces métriques ne cherchent pas à quantifier les risques climatiques en termes monétaires.

⁴⁶ Depuis le premier programme annoncé en juin 2014, deux autres ont été lancés (TLTRO II en mars 2016 et TLTRO III en mars 2019). Les échéances sont longues (quatre ans pour TLTRO I et II, trois ans pour TLTRO III). Leurs modalités ont été assouplies dans le cadre des décisions prises par la BCE en mars et en avril 2020 pour faire face à la crise sanitaire : le taux des opérations TLTRO III a été abaissé à - 0,5 % pour la période allant de juin 2020 à juin 2021 et peut descendre à - 1 % pour les banques dont l'encours de crédit ne baisse pas (le seuil de performance en matière d'octroi de crédit a été ramené à 0 %).

immobilier, elle ne cherche pas à identifier et favoriser les crédits qui présenteraient la plus forte contribution à la croissance. On pense notamment aux crédits à l'investissement des entreprises.

Cela étant, l'instrument en soi est intéressant de par sa conditionnalité qui pourrait être renforcée ou modulée. Elle pourrait, en effet, tout aussi bien porter sur la contribution des banques au financement d'investissements verts, favorisant la transition écologique. C'est la proposition soutenue dans le rapport réalisé pour Positive Money Europe et Sustainable Finance Lab : Jens van't Klooster et Rens van Tilburg expliquent comment la BCE pourrait modifier son programme TLTRO de manière à orienter les prêts bancaires vers les investissements nécessaires à la transition bas carbone. La BCE pourrait utiliser la taxonomie des actifs durables récemment adoptée par l'UE pour identifier les investissements vraiment « verts », tels que ceux liés à la rénovation thermique des bâtiments, à la production d'énergie renouvelable ou encore à la mobilité douce (véhicules électriques ou à hydrogène). Un programme TLTRO vert qui conditionnerait le refinancement des banques à l'octroi de crédits verts (compatibles avec cette taxonomie) les inciterait a priori à en proposer à leurs clients et à répercuter sur leurs clients les taux négatifs dont elles bénéficieraient auprès de la banque centrale. C'est du moins l'idée et l'espoir donc qu'un tel programme rende les investissements verts plus abordables pour les citoyens et les petites entreprises.

Les auteurs y voient un instrument parfaitement compatible avec le mandat de la BCE. Les TLTRO verts favoriseraient selon eux la stabilité monétaire « en s'attaquant aux défaillances de marchés qui sapent les conditions économiques préalables plus larges de la stabilité monétaire » et en permettant une meilleure transmission de la politique monétaire mieux fléchée vers l'économie réelle. Ils favoriseraient aussi la stabilité financière en accélérant le verdissement des bilans bancaires, qui réduirait leur exposition aux risques financiers induits par le risque climatique. Et enfin, ils contribueraient à aligner la politique monétaire sur le mandat secondaire de la BCE, qui lui impose de soutenir les objectifs environnementaux de l'UE lorsque cela est possible sans porter atteinte à la stabilité des prix.

En tablant sur à peu près 10 % de l'encours de crédits au bilan des banques de zone euro (un tiers environ de leur actif total de 34 000 milliards à fin 2018 d'après les données du Financial Stability Board) compatible avec le vert de la taxonomie européenne, les auteurs estiment à environ 1 200 milliards d'euros le volume potentiel éligible aux TLTRO verts.

3.5. QE vert « responsable »

Les programmes d'achats d'actifs menés par la BCE depuis 2015 dans le cadre de sa politique monétaire non conventionnelle, d'abord pour gérer les conséquences de la crise financière de 2007-2008, puis pour faire face à la crise sanitaire à partir de mars 2020 l'ont transformé en investisseur teneur du marché, voire en véritable « *market maker* ». À fin octobre 2020, les 3 530 milliards d'euros de titres détenus dans le cadre de ces programmes de la BCE⁴⁷ en font un très gros investisseur, avec un portefeuille plus de deux fois supérieur à celui du GPIF⁴⁸ japonais qui est le plus gros fonds de pension au monde !

⁴⁷ Dont 2 309 milliards dans le cadre du programme PSPP, 627 milliards pour le moment dans le cadre du Pandemic emergency purchase programme, le reste venant des programmes CBPP (1, 2 et 3, pour 289 milliards), CSPP (243 milliards), SMP et ABSPP.

⁴⁸ Gouvernement Pension Investment Fund, qui d'ailleurs exprime une attention croissante envers le risque climatique : https://www.gpif.go.jp/en/investment/GPIF_CLIMATE_REPORT_FY2019_2.pdf

Ne serait-ce donc que pour montrer l'exemple aux autres investisseurs du marché, la BCE va devoir se comporter en investisseur écologiquement responsable. Ce serait un signal fort envoyé au marché⁴⁹. L'une des déclarations d'Isabel Schnabel, mentionnée plus haut, va tout à fait dans ce sens. Elle ne va pas jusqu'à en tirer les implications au niveau des achats d'actifs mais, concrètement, si la BCE se veut être un investisseur responsable, elle va devoir composer son portefeuille de titres achetés dans le cadre de ses programmes d'achat d'actifs en tenant compte de leur empreinte carbone et le rendre compatible avec une trajectoire bas carbone. Ce serait une manière de verdir le bilan de la BCE en contournant habilement les résistances de certains de ses membres, qui considèrent qu'il faut accélérer la lutte contre le changement climatique mais que la politique monétaire n'a pas de rôle à jouer en la matière⁵⁰.

Dans un modèle stocks-flux post-keynésien, Dafermos *et al.* (2017⁵¹) estimaient l'impact d'un green QE en supposant que la banque centrale achèterait le quart du stock de green bonds. Il s'ensuit un effet d'entraînement sur le marché des green bonds et une légère réduction du réchauffement climatique, mais les auteurs soulignent la nécessité d'y associer d'autres instruments.

Dafermos *et al.* (2020) proposent toutefois deux scénarios pour verdir les achats de titres privés de la BCE. Dans le premier, « à faible intensité de carbone », la BCE cesserait d'acheter des obligations émises par des entreprises du secteur des énergies fossiles ainsi que par celles d'autres secteurs à forte intensité de carbone. À la place, la BCE achèterait des obligations de secteurs potentiellement verts et renouvelables, ainsi que des obligations vertes (même si celles-ci suscitent beaucoup de scepticisme) et des obligations d'autres secteurs à faible intensité de carbone. L'encours des obligations figurant sur la liste de la BCE deviendrait légèrement supérieur à celui de la liste existante et la capacité de la BCE à influencer sur les taux d'intérêt ne s'en trouverait pas donc pas réduite.

Dans leur second scénario, la BCE réaliserait ses achats dans une liste d'obligations à « faible teneur en carbone ». Seraient exclues toutes les obligations émises par les secteurs à forte intensité de carbone, à l'exception des obligations vertes et incluses les obligations émises dans la zone euro, avec une échéance éligible mais sans nécessairement qu'elles soient notées « *investment grade* ». Dans ce scénario, qui privilégierait le critère climatique et relâcherait le critère de qualité d'investissement pour l'éligibilité des obligations, l'encours de la liste d'obligations augmenterait par rapport à la liste existante de la BCE. L'élargissement du programme CSPP/PEPP conduira sans doute à inclure des obligations qui ne sont pas de qualité

⁴⁹ New Economics Fondation & Positive money, « The ECB and climate change: outlining a vision for success », Policy Briefing, avril 2020. <http://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2020/07/ecb-climate-change1a.pdf>

⁵⁰ Dans une interview au quotidien allemand *Boersen-Zeitung*, le 7 octobre 2020, Jens Weidmann déclarait « *I consider the fight against climate change to be a task of the century that must be accelerated. However, monetary policy has no role in structuring this, just as it has no role in industrial policy or distribution policy* ». Dans une interview au *Financial Times*, le 19 novembre, il maintenait son attachement au principe de neutralité et estimait qu'il ne revenait pas à la BCE de corriger les distorsions de marché : <https://www.ft.com/content/ed270eb2-e5f9-4a2a-8987-41df4eb67418>

⁵¹ Yannis Dafermos, Maria Nikolaidi et Giorgos Galanis, « Climate change, financial stability and monetary policy », septembre 2017, Post Keynesian Economics Study Group Working Paper 1712 ; http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKW1712_Y3aZEit.pdf & « Can green quantitative easing reduce global warming ? », GPERC Policy Brief, juillet 2018 ; <https://www.feps-europe.eu/attachments/publications/feps%2520gperc%2520policybriefgreenqe.pdf>

investissement dans l'univers des obligations éligibles. Cela ne doit donc pas être considéré comme un problème, la priorité allant au critère climatique plutôt que financier.

Il importe de souligner que le verdissement des programmes d'achats d'actifs recouvre en réalité une variété de modalités envisageables qui n'auraient vraisemblablement pas toutes le même impact. Les scénarios proposés par Dafermos *et al.* (2020) s'inscrivent dans une optique d'investissement responsable, où le verdissement passe par l'exclusion de certains actifs trop carbonés ou par une approche « *best in class* » bien connue des fonds ISR qui, en la matière, consisterait à retenir parmi les actifs éligibles ceux présentant le moins mauvais bilan carbone. C'est d'ailleurs dans cette voie d'investissement « écologiquement responsable » que la BCE semble vouloir s'engager aujourd'hui. Cela aura valeur de signal pour le marché et contribuera sans doute à verdir les choix de portefeuille de l'ensemble des investisseurs. Cela participera d'un environnement financier plus favorable à la transition écologique, mais ne participera pas directement à son financement.

3.6. QE vert « préventif »

Or le verdissement de la politique monétaire ne sera pleinement utile à la transition écologique que s'il permet aussi le financement de la transition. Une proposition avait été formulée en ce sens par Cohen et Grandjean (2017⁵²) de mobiliser un réseau de banques publiques, bénéficiant du refinancement de la BCE, qui financeraient des projets d'investissements publics répondant à des critères d'éligibilité prédéfinis. Une proposition alternative, à cadre institutionnel constant, consisterait à mettre en place un programme d'achats d'actifs publics spécial Green deal (« *green deal public assets purchases* »).

De la même manière que la BCE a répondu à la crise sanitaire en adoptant, en mars 2020, un « Pandemic Emergency Purchase Programme » (PEPP), dont l'enveloppe a été étendue depuis à 1 350 milliards d'euros, un programme spécial Green deal, ou spécial prévention de la crise climatique, serait envisageable. L'enveloppe d'un tel programme serait à calibrer en fonction du montant d'investissements publics prévus dans le Green deal. Il en faciliterait le financement et opérerait exactement comme l'ont fait jusqu'à présent les PSPP (Public Sector Purchase Programme) : en rachetant sur le marché secondaire les obligations publiques, qui ici seraient celles dédiées au financement des investissements publics programmés dans le Green deal, la BCE rassurerait les investisseurs, qui ne craindraient pas alors de les acheter sur le marché primaire. Les investissements publics du Green deal seraient ainsi aisément financés.

Au-delà d'une approche d'investissement responsable, cette option orienterait le QE vers le financement de la transition écologique. Cela s'accompagnerait cependant d'une augmentation de la dette publique, dont la soutenabilité à terme dépendrait de l'engagement de la BCE à poursuivre ses rachats d'actifs publics Green deal aussi longtemps que nécessaire. Se poseraient alors des questions tout à fait similaires à celles suscitées par le PEPP : les dettes nouvelles, que le PEPP facilite, pourront-elles s'ajouter sans limite à celles du passé ? Les États de la zone euro ne s'exposent-ils pas à un risque d'insoutenabilité de leur dette obligeant la BCE à poursuivre indéfiniment ses achats d'actifs ? Quelle efficacité aura la politique monétaire si les volumes massifs d'achats d'actifs deviennent pérennes ?

⁵² « Un plan pour financer la transition écologique », par Marion Cohen et Alain Granjean, Fondation Nicolas Hulot pour la Nature et l'Homme, avril 2017 ; http://www.fondation-nature-homme.org/sites/default/files/creation_monetaire.pdf

Ces questions ont débouché sur des propositions alternatives. Notamment celle qu'un tel programme s'accompagne d'une annulation partielle des dettes publiques au bilan de la BCE⁵³ pour augmenter les marges de manœuvre des États en leur évitant de s'exposer à un risque d'insoutenabilité de leur dette. Cette proposition avait également été formulée en avril 2020 par Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau en la liant à l'investissement dans la transition écologique⁵⁴. Une alternative plus radicale de monétisation des dépenses publiques engagées pour faire face à la crise sanitaire a également été portée dans le débat⁵⁵. Au fond, la question se pose dans les mêmes termes pour le financement du soutien et de la relance face à la crise sanitaire et pour celui de la transition écologique face au risque de crise climatique, d'autant plus que les montants d'investissement requis sont massifs et répétés dans le temps.

4. Vert vif : la monétisation pour financer la transition écologique

4.1. Un parallèle utile entre dette Covid et dette climat

Au niveau de la zone euro, la gestion de la crise sanitaire pose la question de savoir si la dette contractée pour financer les dépenses de soutien et de relance sera soutenable. La question se poserait sans doute de manière moins aiguë si la zone euro disposait d'un instrument d'endettement commun qui partagerait ce risque d'insoutenabilité entre tous ses États membres. En son absence, ce risque est renforcé. Le dispositif de financement prévu pour les 750 milliards d'euros du plan de relance européen Next Generation EU, qui seront empruntés sur les marchés par la Commission européenne au nom de l'Union européenne, témoigne de la prise en compte de ce risque et pose là un tout premier jalon vers l'Union budgétaire. Cette dernière est encore lointaine néanmoins. Et le risque, amoindri au niveau de ce premier financement européen mutualisé, continue de se poser au niveau du financement des plans de relance nationaux, pour la partie ne provenant pas des fonds européens.

Le très bas niveau des taux (négatif parfois) et les rachats de titres de dette souveraine nationale ne contiendront pleinement ce risque que s'ils perdurent pour une très longue période de temps. Cela se pourra-t-il ? Pour ce qui est des taux, tout se conjugue tant au niveau conjoncturel que structurel, pour que les taux restent bas très longtemps. Cependant, cela n'empêchera nullement une remontée subite des taux d'emprunt souverain en cas de panique des investisseurs, dont la cause n'est pas forcément prévisible ou simplement due à la déception⁵⁶. Pour éviter cela, la BCE est obligée de racheter les titres souverains de la dette Covid « autant qu'il le faudra ». Mais que

⁵³ Cf. « La BCE devrait, dès maintenant, annuler une partie des dettes publiques qu'elle détient », tribune collective publiée dans le *Monde* le 12 juin 2020. https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/06/12/la-bce-devrait-des-maintenant-annuler-une-partie-des-dettes-publiques-qu-elle-detient_6042636_3232.html

⁵⁴ « Des annulation de dette publique par la BCE : lançons le débat », par Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau, Note Terra Nova, avril 2020. <https://tnova.fr/notes/des-annulations-de-dette-publique-par-la-bce-lancons-le-debat>

⁵⁵ « Monnaie hélicoptère aux Etats, aux entreprises et aux ménages », par Jézabel Couppey-Soubeyran, Note Veblen, avril 2020 ; <https://www.veblen-institute.org/La-monnaie-helicoptere-contre-la-depression-dans-le-sillage-de-la-crise.html>

⁵⁶ Le 12 mars 2020, les Bourses européennes avaient chuté et le taux souverain italien s'était fortement écarté du taux allemand, après que les 120 milliards d'achats d'actifs supplémentaires annoncés avaient été jugés insuffisants.

devient ce faisant la politique monétaire si ses programmes d'achats d'actifs, qui auraient dû être un instrument non conventionnel temporaire, deviennent un instrument pérenne et prépondérant ? Un instrument de « contention » en quelque sorte du risque d'insoutenabilité de la dette publique certes, mais assurément plus l'instrument de la stabilité monétaire, économique, financière et a fortiori écologique. Car les achats d'actifs ont des effets faibles et mal répartis sur l'économie réelle⁵⁷, feu la stabilité économique. Ils ne font pas remonter l'inflation des prix des biens et services, feu la stabilité monétaire. Ils font, en revanche, augmenter les prix d'actifs et favorisent potentiellement la formation de bulles, feu la stabilité financière. Et si la politique monétaire ne permet plus d'atteindre ni la stabilité monétaire, ni la stabilité économique, ni la stabilité financière, alors il n'y a guère à attendre qu'elle puisse se mobiliser pour la soutenabilité environnementale.

En bref, soit la politique monétaire renonce à ses objectifs pour pouvoir endiguer le risque d'insoutenabilité de la dette publique, soit elle renonce à concentrer son action sur la gestion du risque d'insoutenabilité de la dette pour tenter de renouer avec ses objectifs. Dans le premier cas – le cas actuel –, le rétablissement de l'économie va entièrement reposer sur l'efficacité de la politique budgétaire, puisque alors la politique monétaire n'a pratiquement plus d'effets d'entraînement sur l'économie réelle. Le risque est de s'enfoncer dans la déflation et la stagnation séculaire. Le second cas redonne des marges de manœuvre à la politique monétaire, mais fait resurgir le risque de crise de dettes souveraines. À moins d'un financement de ces dépenses qui ne fasse pas augmenter la dette ! C'est ce que permettrait une monétisation sans contrepartie de ces dépenses. D'où son bien-fondé.

Ce raisonnement vaut pour la dette Covid comme pour la dette climat, a fortiori davantage encore étant donné les montants et la durée des investissements à réaliser. Car si l'on fait reposer ceux-ci sur la dette, alors le risque d'insoutenabilité n'en sera que plus grand. Les investissements à réaliser sont trop importants, à tout point de vue, pour les soumettre à l'intempérance des marchés et aux pressions politiques que la dette alimente.

4.2. L'ampleur et la durée des investissements publics dans la transition écologique posent inévitablement la question de son financement

Il y a bien sûr des écarts d'une évaluation à l'autre, mais les montants requis d'investissements climat sont de grande ampleur.

Dans le cas de la France, l'Insee a estimé, en octobre 2020, à 4,5 % du PIB par an jusqu'en 2050 la trajectoire optimale des dépenses annuelles pour le climat pour parvenir à la neutralité climatique⁵⁸. Cela représenterait environ 100 milliards d'euros par an⁵⁹, impliquant une

⁵⁷ Voir « Un « drone monétaire » pour remettre la politique monétaire au service de tous », par Emmanuel Carré, Jézabel Couppey-Soubeyran, Thomas Lebrun, Thomas Renault, Note Veblen, 22 janvier 2020 ; <https://www.veblen-institute.org/Note-Veblen-Un-drone-monetaire-pour-remettre-la-politique-monetaire-au-service.html>

⁵⁸ « Prix social du carbone et engagement pour le climat : des pistes pour une comptabilité économique environnementale ? » par Jean-Marc Germain et Thomas Lellouch, Insee Analyse n° 56, octobre 2020 ; <https://www.insee.fr/fr/statistiques/4796342>

augmentation entre 40 et 60 milliards d'euros de la dépense climat. Toutes ces dépenses ne relèveront pas du secteur public. Ce serait sinon à peu près le double d'un plan France relance chaque année jusqu'en 2050 ! Mais elles vont requérir de l'investissement public en masse. C'est une évaluation un peu plus haute que celle produite par le think tank I4CE. Dans cette dernière, le besoin d'investissements climat additionnels est estimé pour la France entre 32 et 41 milliards d'euros, à partir d'une approche différente de celle de l'Insee, secteur par secteur⁶⁰. Elle présente l'avantage de départager les besoins d'investissements du secteur public et ceux du secteur privé : les investissements climat estimés sur la base de la stratégie nationale bas carbone de la France devront passer de 23 à 60 milliards annuels dans le secteur privé et de 10 à 30 milliards annuels d'ici 2030 dans le secteur public⁶¹.

Dans son rapport de 2018 « Clean Planet for All », la Commission européenne fournissait une fourchette de 25 à 42 milliards d'euros d'investissements additionnels nécessaires pour la France (plus proche de l'évaluation d'I4CE que de celle plus récente de l'Insee), et évaluait pour l'Union européenne dans son ensemble ce besoin additionnel entre 175 et 290 milliards d'euros annuels. La Cour des comptes européenne avait évalué à 1 115 milliards d'euros par an le montant nécessaire d'investissements publics et privés dans l'Union européenne pour respecter nos engagements climatiques.

Les 1 000 milliards d'euros du pacte vert de l'Union européenne (Green deal) qu'il s'agit de mobiliser sur dix ans, et qui entendent répondre au moins en partie à ces besoins d'investissement additionnel, reposeront pour moitié sur le budget européen. Le départ n'est pas si clair entre ce qui relèvera du secteur privé et du secteur public, et surtout entre les sommes déjà mobilisables et les financements nouveaux, mais la question se pose de savoir si les centaines de milliards d'euros qu'il s'agira vraisemblablement de mobiliser dans chaque pays en l'espace d'une décennie environ pourront entièrement reposer sur la dette.

La dette nouvelle requise par les investissements climat pourra-t-elle venir s'ajouter à la dette Covid ? Cette dernière constitue-t-elle une base de lancement pour les investissements climat additionnels nécessaires, étant donné le volet écologique des plans de relance ? Ou, au contraire, remettra-t-elle en question la faisabilité des financements envisagés avant la crise sanitaire, en privant de financement à l'avenir les industries vertes tout en ayant relancé les industries carbonées ?

Il est probable que les investissements publics bas carbone de la prochaine décennie soient éclipsés par la relance Covid⁶², sans pour autant que la base d'investissements climat incorporée dans les plans de relance suffise, surtout si ceux-ci ne sont pas pérennisés au-delà de l'effort de relance. À cet égard, il faudra rester vigilant et prendre garde à ce que la relance Covid n'affaiblisse pas l'effort d'investissement dans la transition écologique. Mais c'est aussi par le biais de son financement que la relance Covid pourrait compromettre celui de la transition écologique,

⁵⁹ Les 100 milliards d'euros par an correspondent au scénario central autour duquel la dépense climat optimale varie entre 3,4 % (77 milliards d'euros par an) et 6,9 % du PIB environ (157 milliards d'euros par an), selon les hypothèses d'efficacité énergétique retenues.

⁶⁰ « Panorama des Financements Climats », Institute for Climate Economics (I4CE), édition 2018.

⁶¹ Plan de relance et budget 2021, l'analyse d'I4CE, octobre 2020 ; https://www.i4ce.org/wp-core/wp-content/uploads/2020/10/20-10-14-I4CE_Version-pour-le-site.pdf

⁶² « Covid-19 recovery funds dwarf clean energy investment needs », Marina Andrijevic, Carl-Friedrich Schleussner, Matthew J. Gidden, David L. McCollum, Joeri Rogelj, *Science*, vol. 370, n° 6514, 16 octobre 2020 ; <https://science.sciencemag.org/content/370/6514/298>

si l'on entend la financer comme l'ont été les dépenses de soutien et de relance face à la crise sanitaire : par l'accumulation de dette.

La dette est une modalité de financement parmi d'autres, qu'il s'agit ni de condamner ni de banaliser, mais dont l'opportunité dépend de nombreux facteurs : le prix, le volume, la dynamique, la récurrence, le climat de confiance, etc. La dette contractée pour financer la transition écologique (disons la « dette climat ») pourra vraisemblablement l'être à taux bas, mais la masse d'investissements publics requis lui conférera un volume important qui, cumulé à la dette Covid venant elle-même alimenter un cycle ascendant, constituera un facteur de fragilité financière et de pression politique. En outre, les investissements climat n'auront d'efficacité que s'ils sont répétés dans le temps, ce qui augmentera de manière cumulative le poids de cette dette rapportée au PIB, même en supposant un effet multiplicateur⁶³ important des investissements financés avec. De plus, même si elle devrait susciter le plus haut degré de confiance en permettant la réalisation d'investissements nécessaires à notre avenir, la dette climat s'inscrira dans un climat de confiance qui aura été détérioré par la crise sanitaire et qui restera empreint de l'incertitude de la crise climatique. Ce mauvais climat de confiance pourrait affecter le marché de la dette climat ou à tout le moins en accroître la volatilité.

Toutes ces raisons font qu'on ne devrait pas s'empêcher de considérer des alternatives à la dette climat afin de trouver une modalité de financement adaptée au volume et à la récurrence des investissements requis, qui n'obligerait pas à contracter la dépense et qui n'exposerait ni au risque d'instabilité financière ni à celui de pression politique auxquels l'accumulation de dette publique pourrait soumettre. Cette modalité alternative est celle de la monétisation de la dépense climat par la banque centrale. Elle n'est pas envisageable à cadre institutionnel constant. La crise sanitaire a certes fait bouger les lignes européennes (assouplissement des règles budgétaires, changement de *policy-mix*), mais pas au point encore d'imaginer possible une modification du traité. La crise climatique, sinon sa perspective, étendra peut-être le champ des possibles.

4.3. Libérer de la dette la dépense d'investissement dans la transition écologique

La monétisation, au sens d'un transfert direct et non remboursable de monnaie centrale aux États, a été exclue du champ d'action des banques centrales lorsque leur a été confiée la mission de lutter contre l'inflation, au tournant des années 1970-1980. Le financement direct des États par la banque centrale était alors considéré comme une source potentielle d'inflation qu'il convenait de tarir. La banque centrale européenne qui, dans ses statuts, s'est vu attribuer un objectif primordial de stabilité des prix, s'est donc aussi vu interdire, comme les banques centrales des États membres, pour remplir au mieux cet objectif, « d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ». Figure également, dans le même article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, l'interdiction d'intervenir sur le marché primaire de la dette publique.

⁶³ Le modèle ThreeME (Modèle Macroéconomique Multisectoriel d'Evaluation des politiques Energétiques et Environnementales), développé par l'Ademe et l'OFCE depuis 2008, prend en compte un effet multiplicateur de 1,4 ; <https://www.hautconseilclimat.fr/wp-content/uploads/2020/07/effets-macroeconomiques-plan-relance-ademe.pdf>

Ces modalités pouvaient se comprendre à une époque où la lutte contre l'inflation était de mise et où le niveau de l'inflation n'était pas sans lien avec la masse monétaire qui circulait dans la sphère réelle plus que dans la sphère financière. Or la problématique actuelle n'est plus l'inflation mais la déflation. Et l'inflation a aujourd'hui un lien plus faible avec la quantité de monnaie en circulation. La financiarisation de l'économie, en détournant la circulation de l'argent dans la sphère financière, a vraisemblablement distendu, sinon transformé ce lien en le reportant entre les prix d'actifs et la masse monétaire. Quoi qu'il en soit, à l'heure où l'inflation n'est plus le problème, où la dette ne cesse d'augmenter et où le besoin de dépenses publiques est criant pour rétablir aujourd'hui, face à la crise sanitaire et sociétale, le bon fonctionnement des hôpitaux, des écoles, des universités, comme pour prévenir demain la crise climatique, n'est-il pas totalement anachronique et irresponsable de s'interdire le rétablissement d'un lien direct entre les États et la monnaie centrale ?

La crédibilité de la BCE et de l'euro ne sont plus à construire et ne souffriraient donc pas du rétablissement de ce lien. Du point de vue des États, cela réduirait la part des dettes de marché dans leur financement, ce qui les libérerait du risque de retournement des marchés financiers. Les banques centrales deviendraient en mesure d'effectuer, au-delà de simples prêts, des transferts gratuits et sans contrepartie, c'est-à-dire non remboursables, dès lors que serait établie l'affectation à des dépenses collectivement utiles de ces transferts aux Trésors. Les dépenses publiques nécessaires à la crise sanitaire le sont évidemment. Les dépenses publiques d'investissement dans la transition écologique le sont au moins autant.

Le rétablissement de ce lien libérerait la dépense d'investissement climat de la dette. Cela rejoint la proposition de Nicolas Dufrêne et Alain Grandjean (2020⁶⁴) d'« une création monétaire libre et ciblée, sans dette associée, pour financer la transition écologique ». Ils y voient une réponse efficace au défi du changement climatique et une façon de refaire de la monnaie un bien commun.

De tels transferts gratuits et sans remboursement de monnaie centrale au Trésor sans contrepartie de monnaie centrale donneraient un formidable coup d'accélérateur à la transition écologique, bien au-delà des options vert clair présentées précédemment. Cette option vert vif serait pour le financement des dépenses publiques dans la transition écologique l'équivalent de ce qui avait été proposé en avril 2020 dans « La "monnaie hélicoptère" contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire⁶⁵ » pour le financement des dépenses de soutien et de relance face à la crise sanitaire.

4.4. Réponses aux contre-arguments

Les propositions de monétisation suscitent cependant de très fortes résistances. Cela tient bien entendu, en grande partie, au fait qu'elles ne s'inscrivent pas dans le cadre institutionnel actuel et obligeraient à en changer, mais pas seulement.

La crainte de l'inflation qu'elle pourrait susciter revient très souvent dans les débats et se présente comme une raison de justifier et de maintenir le cadre institutionnel actuel. Outre qu'il est curieux de craindre l'inflation quand le problème à résoudre est celui de la déflation, cette objection ne tient guère concernant la monétisation des dépenses de transition écologique. La monnaie

⁶⁴ *Une monnaie écologique pour sauver la planète*, Paris, Ed. Odile Jacob, 2020.

⁶⁵ <https://www.veblen-institute.org/La-monnaie-helicoptere-contre-la-depression-dans-le-sillage-de-la-crise.html>

centrale, directement transférée aux Trésors pour qu'ils réalisent leurs investissements climat, viendrait en effet financer une transformation de nos modes de production et de consommation en y introduisant plus de sobriété. Autrement dit, l'offre et la demande s'en trouveraient « transformées » plutôt qu'accrues, surtout l'offre en l'occurrence si les investissements publics consistent en rénovations thermiques, en développement de filières d'énergies renouvelables et propres et de mobilités douces, et autres dépenses d'infrastructure permettant d'économiser de l'énergie et de réduire les émissions de gaz à effet de serre. Autrement dit, le schéma usuel selon lequel la quantité de monnaie centrale déversée dans l'économie en finançant les États viendrait augmenter la dépense au-delà des capacités d'offre et ce faisant produirait de l'inflation ne tient guère dans le cas du financement des investissements publics dans la transition écologique.

Est aussi parfois opposé aux propositions de monétisation, de monnaie hélicoptère comme à celle d'une annulation des dettes publiques au bilan de la banque centrale, que les banques centrales étant des institutions publiques, indépendantes mais détenues par les États, leurs bilans et ceux des États ne feraient qu'un. Le bilan de l'eurosysteme ne ferait qu'un avec ceux des États propriétaires du capital des banques centrales de l'eurosysteme. Cet argument est avancé pour dire que ce qui coûte à une banque centrale coûte aussi à l'État qui en est actionnaire. Outre qu'il est faux de soutenir que la dette publique contient celle de la banque centrale, c'est un argument qui revient à nier le pouvoir de création monétaire de la banque centrale. Le capital d'une banque centrale, fût-il entièrement détenu par l'État, ne constitue qu'une faible part de ses ressources. D'où vient la plus grande part des ressources de la banque centrale ? De son pouvoir de création monétaire : les prêts aux banques et les achats d'actifs font les réserves des banques à la banque centrale ! Le passif de la banque centrale est donc essentiellement constitué de la monnaie centrale qu'elle a le pouvoir de créer *ex nihilo*. C'est en comprenant ce pouvoir de création monétaire que l'on comprend aussi la faisabilité de la monétisation.

La perte de crédibilité de la banque centrale en raison de la perte qu'elle enregistrerait à son bilan en effectuant des transferts sans contrepartie revient aussi parmi les principaux contre-arguments. Cela a déjà été discuté à propos de la monnaie hélicoptère ou d'une annulation des dettes souveraines détenues par la BCE (cf. notes Veblen op. citées 22 janvier 2020 & 17 avril 2020). Or, une banque centrale peut fonctionner avec des fonds propres négatifs⁶⁶ puisqu'elle n'a de dette qu'en monnaie centrale qu'elle est la seule à créer. Même une dette en devises que la BCE peut avoir vis-à-vis de telle ou telle banque centrale étrangère peut être acquittée par une émission de monnaie centrale en euros échangés contre de la monnaie centrale en devises. S'il est un risque de perte de crédibilité dont on ferait bien de s'inquiéter dès aujourd'hui, c'est celui associé à la stratégie actuelle, qui condamne la BCE à ne plus pouvoir remplir les missions que la collectivité lui a confiées : la stabilité monétaire (à l'heure actuelle, empêcher la déflation), la stabilité économique (remettre l'économie sur une trajectoire d'investissement et de création d'emplois), la stabilité financière (prévenir le risque de crise bancaire et financière). Cette incapacité finira par remettre en question la crédibilité de la banque centrale, bien davantage qu'une stratégie alternative qui mettrait la monnaie centrale au service de la collectivité.

Mais alors, si l'on convenait de la nécessité et de la possibilité de la monétisation, n'ouvrirait-on pas « la boîte de Pandore » comme l'avait évoqué Benoît Cœuré, à propos non pas de la

⁶⁶ David Archer et Paul Moser-Boehm, « Les finances des banques centrales », *BIS Papers* n° 71, BRI, 2013 ; https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71_fr.pdf

monétisation mais des annulations de dette⁶⁷ ? Qu'advient-il du consentement à payer l'impôt si la banque centrale peut fournir à l'État des ressources gratuites et sans remboursement attendu ? L'impôt conservera-t-il sa légitimité ? Qu'advient-il de la confiance dans la monnaie si celle-ci peut être créée à partir de rien sans jamais être retirée du circuit ? Ne transformerions-nous pas la monnaie centrale en « puits sans fond », empêchant la banque centrale d'exercer sa fonction ultime, qui est d'être l'institution garante de la valeur de la monnaie en circulation ? Où sera la limite ? Ces questions-là sont légitimes, profondes et difficiles. Elles touchent au contrat social, aux choix de la collectivité quant à ses ressources, leur répartition et leur utilisation. L'impôt, la dette publique et la monétisation constituent trois types de ressources qui diffèrent dans leur rapport au temps et dans leurs utilisations, mais c'est précisément de cela qu'il faut convenir collectivement.

L'impôt sert à financer des dépenses de fonctionnement et à redistribuer des ressources, le tout profitant et donc coûtant logiquement à la génération présente. La dette sert ou devrait servir à réaliser des dépenses d'investissement pour aujourd'hui et demain, profitant et donc coûtant aux générations présentes et futures. La monétisation peut constituer une tierce ressource servant à réaliser des dépenses soit exceptionnelles soit indispensables, de gestion ou de prévention de crise (crises sanitaire, climatique...) exposant à un péril humain, social ou économique, et dont le coût dépasse les revenus attendus des générations présentes et futures en l'état actuel de nos indicateurs de richesse. Les dépenses nécessaires à la prévention de la crise climatique relèveraient de cette catégorie.

Mais qui déciderait de l'éligibilité des dépenses à la monétisation de la banque centrale ? C'est bien sûr la question clé. Bien évidemment, la décision n'incomberait pas à la banque centrale, dans la mesure où il ne s'agit pas d'une institution élue et où cela outrepasserait largement les missions qui lui sont confiées. L'État pourrait-il en décider lui-même ? Non plus, car l'action de la banque centrale se verrait ainsi soumise au bon vouloir de l'exécutif, qui s'arrogerait ainsi une sorte de droit de tirage pour des catégories d'investissements qu'il définirait lui-même et qu'il pourrait détourner à d'autres fins politiques, plus court-termistes ou électoralistes.

En revanche pourrait être créée une nouvelle structure de concertation, qui inclurait des représentants de l'Eurosystème, des États membres, de la Commission européenne, des parlements, d'ONG environnementales, de la communauté des scientifiques du climat. Cette structure institutionnelle nouvelle pourrait être un « Haut conseil européen de la neutralité climatique », représentant de l'intérêt général de long terme en rassemblant l'ensemble des parties prenantes, et dont les avis, une fois validés par le Parlement européen et les Parlements nationaux, s'imposeraient à la fois au budget et à la politique monétaire, tout en préservant la politique monétaire d'un contrôle direct de l'exécutif. Resterait bien entendu à préciser les statuts et les contours d'une telle institution, l'essentiel étant de garantir le caractère démocratique de la décision et de prévenir le risque d'un usage incontrôlé de la monétisation.

5. Conclusion

Ce n'est pas à la banque centrale de définir la route de la transition écologique. Ni même seulement aux États, car la coordination nécessaire à la transition écologique impliquera des

⁶⁷ Benoît Coeuré avait déclaré : « Si on annule une fois les créances des banques centrales sur les États, on le fera inévitablement », *Les Échos*, 30 juin 2020. Voir la discussion de Marc Pourroy dans la *Revue Projet* à paraître.

structures institutionnelles nouvelles, qui permettront des décisions concertées entre toutes les parties prenantes : États, banque centrales, ONG, scientifiques, société civile. Des changements institutionnels s'imposeront et à n'en pas douter l'indépendance des banques centrales fera l'objet d'une remise en question.

Sur ce chemin, dont il faut espérer qu'il ne sera pas trop long vu l'urgence écologique, chaque institution, chaque partie prenante, va devoir avancer et apporter sa contribution. Pour ce qui est de la banque centrale, et en l'occurrence au sein de la zone euro, de la BCE, il est en son pouvoir et de son devoir, a minima, de ne pas entraver cette transition écologique indispensable, au mieux de prendre part à son accélération.

Pour a minima également ne pas entraver la transition écologique, la BCE devra renoncer à son principe de neutralité monétaire. Ce principe, qui guide encore l'action de la banque centrale, entrave la neutralité climatique : en se voulant neutre dans les refinancements qu'elle octroie, les collatéraux qu'elle exige ou les titres qu'elle achète, la banque centrale favorise nécessairement la reproduction de structures de marché non compatibles avec les objectifs de réduction directe des émissions de GES, que l'Union européenne s'est pourtant fixés à l'horizon de 2050. Les déclarations récentes de Christine Lagarde ou d'Isabel Schnabel laissent entendre que la BCE est prête à ce renoncement.

L'abandon du principe de neutralité ne suffira pas à enclencher une démarche active de contribution à la transition écologique. Pour cela, la soutenabilité environnementale doit entrer dans le mandat de la BCE. L'approche par les risques l'y fait entrer indirectement, en l'incluant dans l'objectif de stabilité financière, le risque climatique étant dans cette approche une source de risques financiers. Si cette approche, à laquelle a conduit le discours de Mark Carney en 2015, a le grand mérite d'avoir fait entrer le risque climatique dans le champ des préoccupations des autorités monétaires, elle ne fera cependant pas jouer à la banque centrale un rôle actif dans la réalisation de la transition écologique.

Pour prendre part à l'accélération de la transition écologique, la BCE devra aller au-delà d'une approche par les risques et inscrire son action dans une approche par la politique monétaire, consistant à orienter sa politique monétaire vers la transition écologique. Dans cette approche, l'objectif de soutenabilité environnementale devient un objectif à part entière, mais plus ou moins explicite.

Dans le cadre institutionnel actuel, la soutenabilité environnementale peut déjà au fond constituer un objectif « implicite » de la BCE puisque la neutralité climatique à l'horizon 2050 entre dans les objectifs de l'Union et que l'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne fait attendre du SEBC qu'il « apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, dès lors que cela ne porte pas préjudice à l'objectif de stabilité des prix ». Le SEBC agirait donc dans le cadre de ses missions en apportant son soutien à cet objectif de soutenabilité environnementale. Force est de constater toutefois que l'implicite n'induit pas une démarche active de contribution à la transition écologique.

Confier à la BCE un objectif explicite de « soutenabilité environnementale » favoriserait l'orientation de sa politique monétaire vers la transition écologique. Un objectif explicite de soutenabilité environnementale ferait verdoyer plus vite la politique monétaire, puisqu'il rendrait son verdissement indispensable et non optionnel. Il impliquerait néanmoins de confier un rôle à la BCE dans le pacte vert de l'Union européenne ou de réécrire l'article 127. Cela signifie une

extension nécessaire du cadre institutionnel mais sans transformation profonde. Le parallèle avec le retour de la stabilité financière dans les missions des banques centrales depuis l'Union bancaire est utile. Tant que la stabilité financière n'avait pas explicitement regagné leurs missions, les banques centrales n'entendaient nullement pratiquer le « *leaning against the wind* ». De la même manière, c'est en inscrivant explicitement la soutenabilité environnementale dans les missions de la BCE, que celle-ci pourra adopter une approche de « *leaning against climate change* ». Avec le risque cependant qu'elle le pratique de la même façon, par petites touches et trop indirectement, alors que la mise en œuvre de la contribution de l'UE déterminée au niveau national (EU NDC) au titre de l'accord de Paris exige désormais une franche accélération.

À l'approche par la politique monétaire correspond un assez large nuancier d'options de verdissement. Les options « vert clair », consistant à verdir les MRO, les collatéraux, les TLTRO ou le QE sont toutes réalisables dans le cadre institutionnel actuel ou restent fidèles à son esprit. Elles ont en commun de ne pas impliquer directement la banque centrale dans le financement de la transition écologique et, de ce fait, lui feraient exercer un rôle certes plus actif qu'actuellement mais limité. Un programme d'achats d'actifs publics émis pour financer des investissements climat serait, parmi les possibilités de verdissement du QE, celle qui « faciliterait » le plus l'investissement public dans la transition, sans cependant le financer directement. En revanche, l'option vert vif, celle consistant à monétiser les dépenses publiques nécessaires à la transition écologique, ferait de la banque centrale un acteur majeur de la transition écologique, puisqu'elle la financerait sans contrepartie et mettrait ainsi son pouvoir au service de la collectivité.

L'option vert vif de monétisation serait celle qui combinerait le mieux politique monétaire, politique budgétaire et politique prudentielle, réalisant un *policy-mix* vert. Seule cette option assurerait, en effet, un financement qui préserverait les finances publiques et, parce qu'il n'alimenterait pas la dette, préserverait aussi la stabilité financière, dans le sens de la politique prudentielle. C'est cependant l'option exigeant le plus de changements sur le plan institutionnel.

On retiendra de ces nuances de vert pour la politique monétaire que les plus envisageables, celles qui laissent intact le cadre institutionnel, ne sont pas celles qui feront le plus avancer la transition écologique. Entre la préservation du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et celle de la vie sur terre, il semblerait qu'il faille choisir...