



VI/ Les banques centrales s'engagent à passer au vert... clair

*Jézabel Couppey-Soubeyran**

En juin 2020, la Banque d'Angleterre a été la première banque centrale à communiquer l'empreinte carbone de son bilan, c'est-à-dire son exposition au risque climatique, qui est désormais inscrit dans son rapport annuel. Une manière pour son nouveau gouverneur, Andrew Bailey, dans la lignée de son prédécesseur Mark Carney, de reconnaître le rôle essentiel que les banques centrales ont à jouer dans la transition écologique. Au printemps de la même année, Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), avait déclaré à plusieurs reprises que la Fed « devait se préoccuper du risque climatique », comme avant lui l'économiste américaine Lael Brainard, qui siège au Conseil des gouverneurs de la Fed. Quant à la Banque centrale européenne (BCE), sa présidente, Christine Lagarde, a obtenu de son directoire et du Conseil des gouverneurs un plan d'action pour inscrire les questions climatiques dans sa nouvelle stratégie de politique monétaire, annoncée plus tôt que prévue début juillet 2021.

En l'espace de quelques années, voire quelques mois, les discours ont considérablement changé. Celui qu'avait tenu Mark Carney, en septembre 2015 à Londres, y est pour beaucoup. Alors qu'il était encore le président de la Banque d'Angleterre, il avait invité le parterre de financiers auquel il s'adressait à « briser la

* Jézabel Couppey-Soubeyran est maîtresse de conférences à l'université Paris-1 Panthéon-Sorbonne et conseillère scientifique à l'Institut Veblen.

tragédie des horizons ». Il expliquait en substance que si nous n'agissons pas assez pour remédier au changement climatique, qui pourtant ne fait plus aucun doute, c'est parce que ses impacts catastrophiques seront constatés à un horizon bien au-delà de celui du cycle économique, du cycle politique, et *a fortiori* de celui très court des financiers; or le changement climatique expose le secteur bancaire et financier à des risques de pertes qu'il ferait bien de s'activer à prévenir.

L'Accord de Paris, signé deux mois plus tard, à l'issue de la COP21, actait une prise de conscience plus générale du rôle du système financier dans la lutte contre le changement climatique en demandant aux pays signataires de s'engager à rendre les flux financiers « compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre [GES] et résilient aux changements climatiques » (article 2.1.c). C'était reconnaître que les flux financiers n'allaient pas dans le sens des objectifs de soutenabilité et que le problème ne se réduit pas à celui que le climat pose à la finance. C'est aussi, en effet, la finance qui pose problème au climat, tant que les banques et les marchés financiers n'orientent pas suffisamment les capitaux qu'ils drainent vers une trajectoire bas carbone et continuent de les diriger vers des entreprises du secteur des énergies fossiles ou dont le niveau d'émission met en danger la vie sur la planète.

En 2017, des banquiers centraux et des superviseurs du monde entier formaient un réseau mondial, « Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System » (NGFS), pour plancher sur le risque climatique et mesurer les risques financiers qui s'y rapportent. L'angle qu'ils ont choisi est clairement celui posé par Mark Carney, celui des risques financiers induits par le risque climatique, donc du problème que pose le climat à la finance. L'angle complémentaire, celui du problème que la finance pose au climat, est davantage celui des ONG (Reclaim Finance, Oxfam...), qui dénoncent ainsi la responsabilité des banques et des banques centrales dans le dérèglement climatique et plaident pour une action beaucoup plus forte.

Le fait est que les banques centrales vont devoir passer de la parole aux actes. Les options ne manquent pas pour « verdier » les instruments de la politique monétaire qu'elles conduisent. Demain, ce sont les opérations de refinancement des banques auprès de la banque centrale, les titres qu'il leur faut apporter en garantie, ou encore ceux que les banques achètent sur les marchés

depuis la crise financière et plus encore à la suite de la pandémie de Covid-19, qui pourraient tenir compte des empreintes carbone des acteurs qu'elles impliquent et ainsi verdir. On peut toutefois s'attendre à une action très progressive, par petites touches plus qu'à grands traits de vert, dans le respect des limites des mandats des banques centrales. Cela limitera de fait l'implication des banques centrales dans le financement de la transition écologique.

Dans ce chapitre, on reviendra d'abord sur ce qui justifie l'action des banques centrales en matière climatique, avant d'explorer les options qui s'offrent à elles pour verdir leur politique monétaire. On insistera sur le cas de la BCE et ses choix à l'issue de sa révision stratégique. Enfin, on montrera que si l'action est possible dans les limites de son mandat, elle va s'inscrire, du fait même de ces limites, dans une logique de (trop) petits pas à l'appui d'une feuille de route, qui étale une première couche de vert (clair) jusqu'en 2024, loin du tempo exigé par l'urgence climatique.

Le climat dans le mandat de la banque centrale

Feu la neutralité monétaire

Il y a encore quelques années, les banquiers centraux mettaient en avant un principe pour écarter l'idée d'avoir à se montrer sélectifs dans leurs achats d'actifs ou au niveau des collatéraux qu'ils prennent en garantie dans les opérations de refinancement des banques, fût-ce au nom du risque climatique. La politique monétaire se devait d'être « neutre » sur la structure du marché, ne surtout pas produire de distorsions, et se contenter de la reproduire [Dalbard et Nguyen, 2018].

En novembre 2015, François Villeroy de Galhau, alors qu'il venait d'être nommé gouverneur de la Banque de France, déclarait en ce sens: « 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 promouvoir certains types d'actifs plutôt que d'autres, mais simplement à libérer les capacités de financement de l'économie. »

En réalité, les achats d'actifs effectués dans le cadre de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* – QE) ont été à leur façon « sélectifs », puisqu'ils ont porté beaucoup plus sur des titres publics que sur des titres privés (par exemple, le programme

d'achats d'obligations d'entreprise – CSPP – de la BCE ne représente que 7 % à 8 % de l'ensemble de ses achats d'actifs) et ont de fait modifié la structure du marché des dettes souveraines. De plus en plus, la non-sélectivité est apparue comme un faux prétexte. Quant à celle des titres privés, elle est devenue de plus en plus difficile à justifier étant donné l'incapacité des marchés financiers à incorporer spontanément le risque climatique dans les prix qui s'y forment, ce que le rapport Stern avait souligné dès 2006. La neutralité monétaire n'a ainsi rien de neutre aux plans climatique et environnemental [Coupey-Soubeyran, 2020]: reproduire la structure des marchés, qui ne sont à l'heure actuelle pas du tout 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, revient à entretenir leur défaillance en la matière.

Pour la BCE, en outre, s'en tenir au principe de neutralité monétaire irait contre l'engagement que s'est fixé l'Union européenne d'atteindre la neutralité climatique à horizon 2050, alors même que son mandat lui commande de contribuer aux objectifs de l'Union (article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne – TFUE). Christine Lagarde et Isabelle Schnabel, membre du directoire de la BCE, ne craignent plus de reconnaître la défaillance des marchés au niveau climatique et de dénoncer la neutralité monétaire comme un principe désormais inapproprié, permettant ainsi au risque climatique d'avoir sa place dans le mandat de la banque centrale. Dans sa nouvelle stratégie annoncée le 8 juillet 2021, la BCE évaluera les « éventuels biais de la répartition du marché » et formulera des « propositions concrètes de nouvelles références ». En clair, la BCE ne reproduira plus la structure défaillante du marché et pourra sélectionner les titres privés qu'elle achète en appliquant des critères liés au changement climatique [BCE, 2021a].

Changement de discours et portes ouvertes sur la prise en compte du risque climatique

Les discours des banquiers centraux ont changé jusqu'à la façon même d'inclure le risque climatique dans leur mandat. En février 2021, François Villeroy de Galhau, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, n'hésitait plus à présenter le changement climatique comme une menace pour la stabilité monétaire, au cœur du mandat de la BCE, et la stabilité économique: « Sans avoir même à invoquer nos objectifs "secondaires" qui incluent

la protection de l'environnement, le climat est lié au cœur du mandat monétaire de l'Eurosystème: la stabilité des prix. Les chocs dus au changement climatique sont potentiellement difficiles à gérer pour la banque centrale en raison de leur nature stagflationniste, car ils pourront provoquer à la fois des tensions à la hausse sur les prix et un ralentissement de l'activité. » Andrew Bailey, au début du mois de juin 2021, tenait à peu près le même discours : « Loin de représenter un objectif entièrement nouveau, le travail de la Banque d'Angleterre dans ce domaine [action climatique] s'inscrit fermement dans le cadre de notre mission de maintien de la stabilité monétaire et financière. »

Reconnaître que le changement climatique menace la stabilité des prix, c'est ouvrir une nouvelle porte pour inclure le risque climatique dans l'action de la banque centrale, qui pourrait mener plus loin que celles entrouvertes jusque-là. Car il y a pour les banques centrales un intérêt indéniable à justifier ainsi leur action climatique, notamment pour la BCE, afin que même les « faucons » de l'Eurosystème (surnom donné aux banquiers centraux considérant la stabilité des prix comme seule mission valable) ne puissent plus s'y opposer.

De quoi avoir les coudées plus franches pour agir car, jusqu'à présent, c'est essentiellement sous l'angle de la stabilité financière que les banques centrales ont commencé à appréhender le risque climatique, suivant en cela l'approche initiée par le discours de Mark Carney mentionné plus haut. Ce dernier avait insisté sur trois types de risques auxquels le risque climatique exposait le secteur financier: des *risques physiques* liés aux destructions d'actifs et aux dommages à indemniser que les événements climatiques peuvent provoquer; des *risques de responsabilité juridique* liés aux actions en justice que les victimes du dérèglement climatique pourraient engager contre ceux qu'ils estimeraient responsables, parmi lesquels inévitablement les financeurs des secteurs polluants, extracteurs d'énergies fossiles, et émetteurs de GES; des *risques de transition* liés à la perte de valeur des actifs détenus sur les secteurs carbonés et fossiles qui viendraient s'échouer au bilan de ceux qui les détiennent et les exposer à des pertes. C'est dans cette optique que le NGFS a lancé de nombreux travaux d'évaluation de pertes associées à ces risques, à partir de scénarios et de tests de résistance (*stress tests*) climatiques [NGFS, 2021b]. Conçus sur le mode de *stress tests* classiques, qui mesurent l'exposition des banques aux chocs macroéconomiques et financiers (sur la croissance,

l'inflation, les prix des actifs en situation de crise...), les *stress tests* climatiques mesurent l'exposition des bilans des banques et les pertes financières que les effets du changement climatique pourraient induire. Concrètement, les superviseurs proposent aux banques un nombre limité de scénarios socioéconomiques chiffrés (prix du carbone, prix des énergies, évolution du PIB...) dont elles se servent pour calibrer leurs modèles internes. Pour chaque scénario, ces modèles estiment l'évolution des prix des actifs détenus par la banque. Ces instruments sont utiles pour « évaluer » une vulnérabilité, mais ne sont pas conçus pour y remédier. Si rien ne vient les compléter à ce niveau, alors la vulnérabilité demeure.

Cette approche par les risques financiers induits par le risque climatique présente deux inconvénients. D'une part, même si celle-ci a eu l'immense mérite de sensibiliser les banques centrales à la question climatique, elle a jusqu'à présent eu tendance à les enfermer dans une vision étroite et exclusivement quantitative du risque climatique, visant davantage à évaluer très précisément combien le secteur bancaire pourra y perdre (en se trompant forcément vu l'incertitude radicale qui caractérise le risque climatique) plutôt qu'à agir selon un principe de précaution pour le prévenir [Kalinowski et Chenet, 2020]. D'autre part, même si la stabilité financière est revenue dans le giron des banques centrales depuis la crise financière de 2007-2008, il restera toujours des « faucons » pour craindre que cela ne les détourne de leur objectif principal. Dans le *Financial Times*, l'éditorialiste John Plender rapportait une déclaration en ce sens de Paul Tucker (ancien vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre), en juin 2021, à la Chambre des lords: « Une chose que l'on dit à propos du changement climatique et de la banque centrale est que le changement climatique pourrait être très mauvais pour la stabilité financière, et je suis d'accord. Les guerres sont également très mauvaises pour la stabilité financière, y compris les guerres civiles. Les banques centrales doivent-elles rationner l'octroi de crédits aux fournisseurs des fabricants d'armes ? »

En ce qui concerne la Banque centrale européenne, une autre porte était ouverte depuis longtemps. C'est celle du soutien que le Système européen de banques centrales doit, en vertu de l'article 127 du TFUE, apporter aux objectifs de l'Union, dès lors que cela ne porte pas préjudice à l'objectif de stabilité des prix. Or depuis décembre 2019, l'Union européenne s'est

fixé un objectif de neutralité climatique à l'horizon 2050, que la Commission européenne a repris dans son pacte vert (*Green Deal*) et dans la loi Climat européenne (votée en avril 2021) qui inclut à cet horizon une réduction nette d'au moins 55 % des émissions de GES. Logiquement, cela aurait dû aussitôt faire de la soutenabilité environnementale un objectif secondaire pour la BCE et enclencher son action en la matière. Or cela n'a pas suffi. Sans doute aurait-il fallu expliciter alors l'objectif dans le mandat de la BCE en lui confiant un rôle dans le pacte vert de l'Union européenne ou en précisant l'article 127.

Quoi qu'il en soit, on retiendra qu'il y a au moins trois raisons justifiant que les banques centrales apportent leur contribution à la lutte contre le dérèglement climatique: le changement climatique comme source de risques financiers menaçant la stabilité financière; la coordination des actions des banques centrales avec les objectifs politiques; enfin, et c'est peut-être la justification la plus prometteuse, la stabilité monétaire – mission principale de la BCE – qui pourrait être compromise par le changement climatique. Le plan d'action, présenté en juillet 2021 par la BCE, « visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire » fait clairement référence à l'impact du changement climatique et de la transition vers une économie plus durable sur les « perspectives de stabilité des prix ».

Tout cela doit engager les banques centrales à agir contre le risque climatique. Pas seulement pour protéger les banques des risques financiers que le changement climatique induit, mais également pour faire en sorte que la finance contribue à l'atténuer plutôt qu'à l'aggraver. Car c'est aussi la finance qui pose problème au climat en continuant d'allouer les capitaux à des entreprises, des secteurs dont les activités, par leurs émissions de GES, nous placent sur des trajectoires de réchauffement climatique incompatibles avec la préservation de la vie humaine sur terre.

La double matérialité du risque climatique

On appelle double matérialité du risque climatique le fait que le risque climatique soit un problème pour la finance (matérialité financière du risque climatique) autant que la finance en est un pour le risque climatique (matérialité climatique de la finance). Cela justifie de s'intéresser non pas uniquement aux conséquences économiques ou financières du changement

climatique, mais aussi aux impacts des choix économiques et financiers sur l'environnement et le climat.

Par les financements qu'ils octroient, banques, institutions financières et marchés sont des acteurs majeurs du changement climatique. Le fait de continuer à financer des entreprises du secteur des énergies fossiles ou fortement émettrices de GES leur confère une responsabilité dans le dérèglement climatique que les ONG dénoncent régulièrement. Dans son rapport d'octobre 2020, Oxfam France estimait l'empreinte carbone des grandes banques françaises à près de huit fois les émissions de GES de la France entière, déplorant que, au rythme actuel, « les grandes banques françaises nous emmènent vers un réchauffement à + 4 °C d'ici à 2100 », loin de l'objectif de 1,5 °C recommandé par les scientifiques du GIEC. Celui de mai 2021 révélait que entre janvier 2020 et mars 2021, les grandes banques françaises – BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et le groupe Banque Populaire Caisse d'Épargne – avaient financé à hauteur de 100 milliards de dollars les entreprises actives dans le charbon, le pétrole et le gaz, après avoir augmenté ces financements de 22,5 % en moyenne entre 2019 et 2020. Les mêmes établissements ont commencé à s'engager, depuis 2019, dans des politiques d'exclusion et de désinvestissement du charbon thermique, et d'alignement de leur portefeuille avec une trajectoire de réchauffement climatique inférieure à 2 °C (rapport commun de l'ACPR et de l'AMF publié en décembre 2020). Ces engagements ne sont toutefois pas contraignants : la réglementation ne prévoit pas de sanctionner leur manquement.

Les ONG dénoncent également le « biais carbone » des banques centrales. Avec leurs achats d'actifs massifs depuis la crise financière, renforcés depuis la crise sanitaire, les banques centrales sont devenues des investisseurs majeurs. Fin décembre 2020, la BCE et les banques centrales nationales membres de l'Eurosystème géraient quelques 3 700 milliards d'euros de titres dans le cadre des programmes de rachats de titres de la BCE, soit près de deux fois celui du plus gros fonds de pension au monde (le fonds japonais GPIF). Mais le portefeuille de titres des banques centrales est pour le moment loin de se conformer aux critères de la finance responsable que les fonds privés mettent en avant avec plus ou moins de sincérité (le *greenwashing* ou verdissement de surface étant régulièrement dénoncé). Une étude publiée par la New Economics Foundation, en octobre 2020 [Dafermos *et al.*,

2020], estimait que plus de la moitié (62,7 %) de l'encours des obligations d'entreprises figurant sur la liste de la BCE (évalué à 1 073 milliards d'euros fin juillet 2020 dans l'étude) était émise par des secteurs à forte intensité carbone. Ce biais carbone, qui encourage et facilite le financement des entreprises intensives en carbone relativement à celles qui le sont moins, est dénoncé comme un obstacle à la décarbonation des économies de la zone euro.

Joindre la parole aux actes

Pour Positive Money et Reclaim Finance, le soutien aux énergies fossiles est l'un des pans du « dangereux manque d'action des banques centrales ». Ces dernières parlent désormais finance durable et risque climatique – c'est un progrès en soi – mais ne parviennent pas encore à « joindre l'action à la parole verte » [Positive Money et Reclaim Finance, 2021].

C'est ce que montre le « Green Central Banking Scorecard » publié par Positive Money et approuvé par vingt-quatre instituts de recherche et ONG : si quatorze banques centrales sur les vingt examinées obtiennent la note maximale pour leurs efforts de recherche et de sensibilisation, aucune ne parvient à la moitié des points totaux pour ce qui est de leurs actions. La banque centrale de Chine, qui arrive en tête du classement, affiche un score de seulement 50 sur 130, soit 38 % des points totaux (voir Dikau et Ryan-Collins [2017] pour l'analyse des initiatives vertes des banques centrales des pays émergents et en développement). Beaucoup reste à faire, même là où la volonté est affichée, pour aligner les opérations des banques centrales sur les objectifs climatiques des gouvernements. Quant aux banques centrales européennes, qui parlent de plus en plus du changement climatique, elles se classent du 3^e au 7^e rang avec seulement d'un tiers à un cinquième des points.

Les banques centrales doivent donc passer de la parole aux actes.

Plusieurs options pour verdir la politique monétaire

Du vert clair ...

Pour cela, il existe tout un ensemble d'options opérationnelles plutôt « vert clair » qui s'inscrivent dans trois grandes familles d'instruments de la politique monétaire.

Les *opérations de refinancement* des banques auprès de la banque centrale (comme les *main refinancing operations* – MRO –, *long term refinancing operations* – LTRO –, *targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO – ou *pandemic emergency longer-term refinancing operations* – PELTRO – dans le cas de l'Eurosystème) forment une première catégorie. Verdir ces opérations consisterait à faire dépendre leur taux ou leur volume de l'empreinte carbone des banques ou de la part d'investissements verts/bruns à leur bilan. Des MRO (opérations principales de refinancement) vertes incorporeraient une « prime carbone » qui modulerait le taux du refinancement des banques en fonction de leur bilan carbone. Des TLTRO (opérations de refinancement à plus long terme conditionnées par l'évolution de l'encours de crédit au bilan des banques) vertes feraient dépendre le taux du refinancement de la part de crédits verts au bilan des banques. Van't Klooster et Van Tilburg [2020], en tablant sur à peu près 10 % de l'encours de crédits au bilan des banques de la zone euro compatible avec le vert de la taxonomie européenne, estiment à environ 1 200 milliards d'euros le volume potentiel éligible aux TLTRO vertes.

Les *garanties* sous forme de titres (appelés aussi collatéraux), que les banques doivent apporter à la banque centrale pour obtenir leur refinancement, sont une deuxième famille d'opérations. Verdir la composition des actifs acceptés comme collatéraux dans les opérations de refinancement les transformerait en *green collateral*s. Il s'agirait de modifier la liste des titres éligibles, en faisant dépendre leur éligibilité de critères environnementaux. Oustry *et al.* [2020] montrent qu'il existe un vivier d'actifs bas carbone, deux fois moins intensifs en émissions de GES, dont le volume équivaut à l'encours de collatéraux actuellement mobilisés, mais que les banques n'ont pas forcément en portefeuille, faute d'être pour le moment incitées à les détenir.

Les *achats d'actifs*, qui ont pris une part croissante dans les opérations de politique monétaire depuis 2008, forment une troisième catégorie d'opérations dont l'importance a crû (les titres détenus à des fins de politique monétaire représentent aujourd'hui plus de la moitié du bilan de l'Eurosystème, contre 0 % en 2000). Ils pourraient verdir dans une option d'investissement responsable. Dafermos *et al.* [2020] proposent plusieurs scénarios en ce sens, où le verdissement passe par l'exclusion de certains actifs trop carbonés ou par une approche

best in class bien connue des fonds d'investissement socialement responsables qui, en la matière, consisterait à retenir parmi les actifs éligibles ceux présentant le moins mauvais bilan carbone. La BCE, à travers les déclarations de ses membres dirigeants, ne semblait plus hostile à cette voie. Cependant, il n'est, pour le moment, pas du tout question de s'engager dans un *quantitative easing* vert plus « préventif », qui consisterait à racheter les titres publics d'un programme d'investissement dans la transition écologique (rénovation thermique des bâtiments publics, des infrastructures ferroviaires pour développer le fret, routières pour y faire rouler des vélomobiles, etc.). Ce serait pourtant, parmi ces options vert clair, la seule à « faciliter » l'investissement public dans la transition écologique (sans cependant le financer directement), la plus verte donc dans ce nuancier vert clair, mais aussi celle exigeant le plus de coordination entre la banque centrale et l'État investisseur.

Toutes ces options supposent de pouvoir se référer à une taxonomie opérationnelle permettant de distinguer le vert du brun. En Europe, celle de la Commission européenne, qui a été adoptée en 2020 mais n'entrera complètement en vigueur qu'en 2022, est une « taxonomie verte » couvrant soixante-dix secteurs et fixant un seuil d'émission (100 g de CO₂ par kWh) en dessous duquel les activités économiques sont considérées comme « vertes ». Il reste à y associer une taxonomie « brune ».

Mais toutes ces options sont réalisables à cadre institutionnel constant, c'est-à-dire sans rien changer au mandat des banques centrales. C'est ce qui amène le NGFS à les juger crédibles et à les considérer avec attention [NGFS, 2021a], à l'aune de plusieurs critères: affectent-elles l'efficacité de la politique monétaire? Réduisent-elles le risque climatique? Protègent-elles suffisamment bien le bilan de la banque centrale contre le risque climatique? Sont-elles faisables? D'après l'examen du NGFS, toutes les options envisagées réduiraient bien le risque climatique, mais n'auraient pas les mêmes conséquences pour l'efficacité de la politique monétaire. Le NGFS considère que les plus simples (celles consistant à exclure des actifs ou des contreparties trop carbonées) seraient celles qui réduiraient le plus les marges de manœuvre de la politique monétaire. Pointe là, sous-jacente, l'hypothèse qu'une politique monétaire plus verte est nécessairement moins efficace, sans jamais s'interroger sur le niveau d'efficacité actuel de la politique monétaire, ni

sur l'hypothèse que, à l'inverse, le verdissement de la politique monétaire, en reconnectant les banques et les marchés sur les besoins de l'économie réelle, pourrait en partie remédier à ses défauts de transmission [Couppey-Soubeyran et Kalinowski, 2021].

Autrement dit, les discussions en cours au sein des banques centrales membres du NGFS semblent plutôt préparer le terrain à l'adoption de mesures pointues, donc étroites et complexes, censées concilier l'efficacité de la politique monétaire et l'atténuation du risque climatique, mais dont on peut craindre qu'elles ne servent suffisamment ni l'une ni l'autre. Dans le cas de la BCE, l'engagement a été pris, à l'issue de la révision stratégique [BCE, 2021b], de « [tenir] compte des risques pertinents liés au changement climatique » dans son dispositif de garanties. En clair, les collatéraux vont verdir un peu – la BCE avait déjà ouvert la voie depuis janvier 2021 en inscrivant dans sa liste de titres éligibles les *sustainability bonds* (obligations s'inscrivant dans une logique de finance durable). Des critères liés au changement climatique seront également pris en compte dans ses programmes d'achats de titres privés, mais ceux-ci sont énoncés d'une manière assez confuse et semblent se limiter au respect de règles de *reporting* climatique que la législation européenne fait déjà appliquer. En revanche, aucun engagement n'a été pris concernant les opérations de refinancement et les achats de titres publics, qui constituent pourtant la part la plus importante des opérations de politique monétaire de la BCE. Vont surtout verdir les données, indicateurs et modèles utilisés et bien sûr aussi la communication de la banque centrale, mais pas tellement les instruments. En outre, tout cela s'inscrit dans une feuille de route qui veut rendre l'action lisible et prévisible en l'étalant dans le temps jusqu'en 2024, alors qu'il y a véritablement urgence à agir.

Pour justifier leur prudence, les banques centrales insistent sur les risques juridiques liés au verdissement. Le rapport précité du NGFS [2021b] souligne ainsi à plusieurs reprises le risque de contentieux auquel seront exposées les banques centrales vis-à-vis des banques ou des entreprises carbonées pour qui le verdissement de la politique monétaire pourrait se traduire par des difficultés de refinancement ou de financement. En clair, une banque centrale qui aura « verdi » trop vite et trop fort s'exposera d'après le NGFS à un risque de contentieux important. Au risque d'inaction dénoncé par les ONG climat, le NGFS oppose ainsi un

risque d'action, et semble minimiser le risque de responsabilité auquel les banques centrales sont pourtant tout aussi exposées que les banques commerciales. On finira par leur reprocher devant la justice de n'avoir rien fait pour lutter contre le risque climatique. Et c'est déjà le cas : en avril 2021, la Banque centrale de Belgique s'est vue attaquée en justice par l'ONG ClientEarth pour atteinte au climat, dans le cadre de sa contribution au programme de rachats d'actifs de la BCE dont bénéficient des entreprises polluantes.

... *mais pas de vert vif*

L'option « vert vif » ferait de la banque centrale un acteur majeur du financement de la transition écologique [Couppey-Soubeyran, 2020]. Elle consisterait à monétiser les dépenses publiques nécessaires à la transition écologique, non pas en rachetant sur le marché secondaire des titres de dette publique ayant été émis pour financer un programme d'investissements écologiques – car ceci n'est pas de la monétisation au sens strict du terme –, mais en rétablissant un lien direct de financement entre la banque et le(s) Trésor(s) (au pluriel dans le cas de la zone euro), permettant à la banque centrale de verser au Trésor, avec ou sans contrepartie (prêt ou don), de quoi financer tout ou partie de sa dépense d'investissement 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 suscite le plus d'oppositions.

Car ce n'est pas du tout compatible avec les mandats actuels des banques centrales qui leur interdisent d'apporter une assistance financière directe aux États. Seule la Banque d'Angleterre a, pendant la crise sanitaire, dérogé à la règle en octroyant un prêt direct au Trésor anglais comme elle l'avait fait pendant la crise financière. La BCE, en revanche, se conforme à l'article 123 du TFUE qui l'en empêche. Une *avance* de monnaie centrale au Trésor est ainsi interdite et un *don* le serait davantage encore puisqu'il

résulterait d'une émission de monnaie centrale sans contrepartie, donc libre et permanente, loin du mode bancaire traditionnel qui associe l'émission de monnaie systématiquement à un prêt ou un achat de titre [Couppey-Soubeyran et Delandre, 2021]. Pourtant, on aurait là un financement sans dette de la transition écologique qui ne soumettrait pas les États à la pression d'un créancier mais à celle de la démocratie. Cela impliquerait une gouvernance totalement repensée, qui reviendrait notamment sur l'indépendance de la banque centrale.

Repères bibliographiques

- AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS et AUTORITÉ DE CONTRÔLE PRUDENTIEL ET DE RÉOLUTION [2020], *Rapport commun ACPR-AMF. Les engagements climatiques des institutions financières françaises*, 18 décembre.
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE) [2021a], « Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé sa nouvelle stratégie de politique monétaire », 8 juillet.
- [2021b], « La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire », 8 juillet.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. [2020], « Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement », *Notes et Études*, Institut Veblen, 2 décembre.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. et DELANDRE P. [2021], « La transition monétaire. Pour une monnaie au service du bien commun », *Notes et Études*, Institut Veblen, 19 mai.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. et KALINOWSKI W. [2021], « Quand les banques centrales dessinent le champ du possible de leur action climatique », *Notes et Études*, Institut Veblen, 18 mai.
- DAFERMOS Y., GABOR D., NIKOLAIDI M., PAWLOFF A. et VAN LERVEN F. [2020], *Decarbonising Is Easy. Beyond Market Neutrality in the ECB's Corporate QE*, New Economics Foundation, Londres, octobre.
- DALBARD J. et NGUYEN B. [2018], « Le QE en pratique : que signifie la neutralité de marché ? », *Bloc-notes Eco*, n° 81, Banque de France, 28 août.
- DIKAU S. et RYAN-COLLINS J. [2017], *Green Central Banking in Emerging Market and Developing Country Economies*, New Economics Foundation, Londres, octobre.
- KALINOWSKI W. et CHENET H. [2020], « Pour un "Whatever it takes" climatique », *Notes et Études*, Institut Veblen, 2 décembre.
- NGFS [2021a], « NGFS climate scenarios for central banks and supervisors », juin.
- [2021b], « Adapting central bank operations to a hotter world. Reviewing some options », mars.
- OUSTRY A., ERKAN B., SVARTZMAN R. et WEBER P.-F. [2020], « Climate-related risks and central banks' collateral policy : a methodological experiment », *Working Paper Series*, n° 790, Banque de France, 15 décembre.
- OXFAM FRANCE [2020], « Banques : des engagements à prendre au 4^e degré », octobre.

- [2021] « Quoi qu'il en coûte : les banques françaises au secours de l'industrie fossile », 18 mai.
- PLENDER J. [2021], « Central banks' action on climate change raises mission creep concerns », *Financial Times*, 7 juin.
- POSITIVE MONEY et RECLAIM FINANCE [2021], *Les banques centrales ne parviennent pas à joindre l'action à la parole verte*, rapport (auteur principal : David Barmes), Paris, Londres, 31 mars.
- STERN N. [2006], *Stern Review on the Economics of Climate Change*, rapport commandé par le gouvernement du Royaume-Uni, octobre.
- VAN'T KLOOSTER J. et VAN TILBURG R. [2020], *Targeting a Sustainable Recovery with Green TLTROs*, Positive Money Europe et Sustainable Finance Lab, septembre.

