



Politique monétaire

BANQUES CENTRALES ET TRANSITION ÉCOLOGIQUE, L'HEURE DE VÉRITÉ



BAPTISTE BRIDONNEAU
Doctorant



JÉRÔME DEYRIS
Doctorant



GAËTAN LE QUANG
Docteur en sciences
économiques



LAURENCE SCIALOM
Professeur

Université Paris Nanterre, EconomiX

À la manœuvre face à la crise du Covid-19, les banques centrales se trouvent face au défi du verdissement de leurs actions, nécessaire pour réorienter et aligner la finance sur les objectifs de l'Accord de Paris. Cette volonté ne les éloignerait pas forcément de leur mandat car les dogmes monétaires des banques centrales évoluent au fil des moments historiques. Plusieurs instruments de politique macroprudentielle verte pourraient être mobilisés aujourd'hui.

Depuis la crise financière de 2007-2008, les banques centrales sont à la manœuvre et ont fait preuve d'une créativité et

plasticité exceptionnelles dans leurs interventions. La crise sanitaire du Covid-19 et le cortège de dettes tant privées que souveraines qu'elle charrie

les placent de nouveau sur le devant de la scène. Pour autant, les travaux d'Hercule ne s'arrêtent pas là. Outre l'accompagnement de la relance des

économies, la mise sous perfusion en liquidité des banques et la mise hors marché d'une partie des dettes souveraines notamment dans la zone euro éloignant pour un temps le spectre de son éclatement, les banques centrales doivent en parallèle s'atteler à un autre défi titanesque : celui du verdissement de leurs actions. Ce choc des temporalités complexifie encore la tâche. Si la lutte à court terme contre les effets économiques et financiers de la crise sanitaire fait consensus, celui-ci fait défaut quand il s'agit de

« Les banques centrales ont une conscience aiguë de ce risque de crise financière d'origine climatique. Cette menace a d'ailleurs été à l'origine de la création, fin 2017, d'un réseau de banques centrales et de superviseurs pour le verdissement de la finance. »

promouvoir l'activisme des banques centrales dans le projet plus structurel et structurant de transformation de la finance consistant à l'aligner sur les objectifs climatiques de l'Accord de Paris. D'aucuns peuvent prétendre que les banques centrales s'aventureraient là bien loin de leur mandat. La réalité est pourtant plus complexe.

Actifs échoués

Tout d'abord, c'est au nom de la stabilité financière, voire au nom du renforcement de leur légitimité, que les banques centrales doivent se préoccuper du climat. Le risque climatique peut potentiellement mettre à mal la stabilité financière, car les risques financiers climatiques sont systémiques. Si les gouvernements s'engagent dans la reconversion écologique de nos économies de sorte à respecter leur signature de l'Accord de Paris, cela revient à admettre qu'une partie des actifs – ceux qui sont liés aux secteurs les plus carbonés – vont se dévaloriser en termes réels mais également financiers.

Ainsi, les « actifs échoués » verraient leurs valorisations amputées par des politiques réglementaires ambitieuses, des changements rapides dans

les préférences des consommateurs ou par un progrès technique vert tiré par la lutte contre le changement climatique. La nécessaire fermeture du « robinet fossile », en se répercutant dans les chaînes de valeurs, menace de nombreuses activités, bien au-delà des producteurs d'hydrocarbures. Transport, production et distribution électrique, industrie : ce sont des pans entiers de l'économie qui pourraient voir leurs *business models* bouleversés par la matérialisation de la frontière climatique. À cette première réaction en chaîne s'ajoute le jeu des interconnexions financières, qui menace d'amplifier encore davantage le choc lors de sa propagation, pouvant dégénérer en un « moment Minsky »¹ climatique.

Les banques centrales ont une conscience aiguë de ce risque de crise financière d'origine climatique. Cette menace a d'ailleurs été à l'origine de la création, fin 2017, d'un réseau de banques centrales et de superviseurs pour le verdissement de la finance (*Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System – NGFS*). Il vise à développer et promouvoir des méthodologies pour mieux identifier et mesurer les expositions du secteur financier au risque climatique, à élaborer des *stress-tests* climatiques, mais également à favoriser le financement de la transition vers une économie bas carbone.

Canalisation des financements

Par ailleurs, l'histoire économique et financière nous apprend que les dogmes monétaires du moment n'ont pas toujours eu cours et que les relations de coordination entre gouvernements et banques centrales ne sont pas figées dans des principes prédéfinis. Leurs contours évoluent en réponse à des périodes de crise (guerres, crise

économique et financière, aujourd'hui urgence climatique). Par exemple, l'outil de la création monétaire a pu être mobilisé de manière bien plus ciblée que cela ne se pratique de nos jours. La question du « ciblage » de la création monétaire des banques de second rang et/ou de la banque centrale vers des investissements au rendement social et écologique élevé, mais qui sont sous-financés par les marchés ou les banques – en raison d'un couple rendement risque anticipé peu attractif – semble aujourd'hui transgressive. Il n'en a pas toujours été ainsi. Les politiques du crédit étaient au cœur de la politique monétaire après la Seconde Guerre mondiale. Elles ont gouverné la reconstruction. En France, le choix des secteurs prioritaires était discuté au sein du Conseil national du crédit créé en 1946, qui comprenait des représentants de ministères, du patronat et des syndicats des différents secteurs. Ainsi, contrairement au régime monétaire actuel, ces questions de la canalisation des financements sur des secteurs et activités prioritaires d'un point de vue économique et social – et aujourd'hui écologique – n'échappaient pas à la délibération démocratique.

Cette dernière a été rendue de plus en plus difficile par la complexification extraordinaire du système financier depuis les années 1980. Le progrès de l'innovation financière a, en effet, eu pour double effet de favoriser la constitution des risques macrofinanciers dont la matérialisation caractérise la crise de 2007-2008, et de rendre leur contrôle quasi impossible. La déréglementation massive du secteur bancaire, qui apparaît comme la conséquence logique de sa complexification, est ainsi le signe d'un renoncement démocratique dont le corollaire est un appauvrissement des options qui s'offrent au décideur. En conséquence, sans contrôle démocratique, la politique monétaire et financière est moins un choix de société, qu'un bricolage technique devant, bon an mal an, assurer la perpétuation d'un certain état du monde.

Stabilité financière et climatique

Rétrospectivement, la conception de la politique monétaire de ciblage d'inflation qui s'est imposée des années 1980 à la crise de 2007-2008

1. Le concept de « moment Minsky » désigne le point culminant d'un cycle financier haussier (le basculement vers le krach). Pour l'économiste américain Hyman Minsky (1919-1996), la finance est intrinsèquement instable, marquée par des alternances de phases euphoriques alimentées par des excès d'endettement et des biais procycliques dans l'évaluation des risques conduisant à des prises de risques excessives. Le « moment Minsky » est celui où les fragilités financières qui étaient cachées par la hausse des prix d'actifs se révèlent subitement et où tous les risques sont réévalués, entraînant des ventes à sens unique et un effondrement des prix d'actifs.

est donc très pauvre, se focalisant uniquement sur les taux d'intérêt ou le contrôle de la masse monétaire en faisant l'impasse sur une multiplicité d'autres instruments plus ciblés et sur la légitimité démocratique des choix opérés. Bien sûr, les politiques monétaires non conventionnelles développées depuis furent très innovantes. Elles marquèrent une nette réorientation vers la stabilité financière, la lutte contre le risque de déflation et en Europe vers la préservation de la zone euro. Mais ces finalités macroéconomiques restent jusque-là détachées de la nécessaire réorientation du système financier vers la transition écologique. Or, comme le met en exergue le rapport « Green Swan » publié en janvier 2020 par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et la Banque de France, la stabilité financière et climatique sont deux biens publics interconnectés dont la préservation va nécessiter des transformations profondes de la gouvernance de nos systèmes socioéconomiques et financiers.

Politique macroprudentielle verte

Les risques financiers climatiques étant systémiques, les banques centrales devraient promouvoir une politique macroprudentielle verte. Les réglementations telles que structurées actuellement sont un obstacle à la résorption du déficit de financement vert (*Green finance gap*) qui exige des financements longs par définition plus risqués que les actifs de court terme. Le qualificatif de « plus risqué » s'entend ici à l'aune des mesures traditionnelles du risque financier calculées sur données historiques, mesures totalement inopérantes en ce qui concerne les risques financiers climatiques. La perpétuation de l'usage de ces méthodes conduit à gravement les sous-estimer et est donc une entrave au calibrage de politiques monétaires et macroprudentielles susceptibles de mieux les maîtriser. Il convient donc de renoncer à ces métriques dans

les politiques destinées à réorienter la finance sur nos objectifs climatiques. En revanche, la question des taxonomies vertes et brunes (et pas uniquement une taxonomie verte) est essentielle pour orienter la politique financière publique en faveur du climat. La banque centrale pourrait ainsi, dans sa politique de refinancement auprès des banques, favoriser les collatéraux verts et pénaliser

l'annulation d'anciennes dettes publiques de même ampleur. Il s'agit là d'un mécanisme incitatif, car aucun gouvernement n'aurait intérêt à ne pas en saisir l'occasion, dans la mesure où ce mécanisme rendrait les investissements verts « gratuits ». Une banque centrale peut se permettre d'annuler ces dettes car il s'agit du seul agent économique qui n'est endetté envers personne, dont les

“ Comme le met en exergue le rapport « Green Swan » publié en janvier 2020 par la BRI et la Banque de France, la stabilité financière et climatique sont deux biens publics interconnectés dont la préservation va nécessiter des transformations profondes de la gouvernance de nos systèmes socioéconomiques et financiers. ”

les collatéraux bruns, ce qui serait un levier pour modifier les conventions de marché quant aux risques financiers climatiques. Dans le même esprit, des facilités de refinancement à moyen-long terme, telles les TLTRO, pourraient être formatées en fonction d'objectifs climatiques. Le ratio de capitalisation des banques pourrait également renchérir en capital réglementaire les financements à destination des secteurs carbonés et/ou alléger ces contraintes sur le financement des activités « vertes ». Le *quantitative easing* pourrait également se verdier.

Les instruments ne manquent pas et leur mobilisation conjointe pourrait être d'une grande efficacité pour réorienter la finance et mieux l'aligner sur les enjeux écologiques.

Annulation d'une partie des dettes publiques

Enfin, plus iconoclaste, l'annulation d'une partie des dettes publiques déjà détenues par la BCE, conditionnelle à des investissements dans la transition écologique, est aujourd'hui âprement discutée. Il s'agit d'un des moyens les plus radicaux pour inciter les États à investir sans tarder, en ce que toutes les nouvelles dettes publiques émises pour financer la transition écologique seraient immédiatement compensées par une annu-

ressources proviennent d'une monnaie qu'elle crée sans limite préétablie. En d'autres termes, contrairement à une banque, son bilan n'est soumis ni au risque de liquidité, ni au risque de faillite. Une banque centrale peut parfaitement fonctionner avec des capitaux propres négatifs tant que les citoyens continuent d'accepter la monnaie qu'elle émet. Or ceux-ci sont d'autant plus prompts à l'accepter que celle-ci finance un monde soutenable, porteur d'une vision. D'aucuns peuvent craindre que ce mécanisme ne soit inflationniste. Qu'ils se rassurent. Il ne s'agit pas d'injecter davantage de monnaie, mais d'empêcher que celle qui a déjà été créée lors de l'achat des titres publics sur le marché secondaire par la BCE ne soit pas détruite au moment du remboursement des titres arrivés à échéance. Cette monnaie a déjà été créée et n'a pas généré d'inflation. Par ailleurs, la crainte de l'inflation dans le contexte actuel est étrange alors même que, depuis plusieurs années, la BCE ne parvient pas à atteindre sa cible d'inflation. Le risque de déflation est bien plus dangereux économiquement, notamment quand les bilans privés et publics sont plombés par une dette que les tensions déflationnistes accroissent. ■