Université Paris-Panthéon-Assas

École doctorale de Droit international, Droit européen, Relations internationales et Droit comparé

Thèse de doctorat en droit international
soutenue le 11 décembre 2025

Thèse de Doctorat / 11 décembre 2025

La politique monétaire de l'Eurosystème à l'épreuve du changement climatique : perspectives juridiques



Félix POZZO-DESCHANEL

Sous la direction de **Monsieur Yves NOUVEL**, Professeur à l'Université Paris-Panthéon-Assas, Président du jury

Rapporteurs :
Madame Gaëlle HARDY, Professeure à l'Université d'Angers
Madame Thiphaine SAUPIN, Professeure à l'Université de Poitiers

Suffragant :
Monsieur Christophe ARNAUD, Directeur des services juridiques de la Banque de France

Avertissement

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Cette thèse n'engage en rien les employeurs de l'auteur, ni les entreprises et organisations dont sont commentés des communications et/ou actions.

Remerciements

La thèse peut s'apparenter à un exercice solitaire. Il n'en est rien. Si elle est signée de mon nom et si j'en assume toutes les faiblesses elle ne serait pas ce qu'elle est et ne serait probablement pas tout court sans les personnes que je tiens à remercier ici.

Tout d'abord, je tiens à adresser mes plus chaleureux remerciements à mon directeur de thèse, le Professeur Yves Nouvel, qui a su diriger ce projet avec justesse et m'encourager en tant que de besoin. Je remercie également les membres du jury du temps et de l'attention qu'ils ont consacré à ce travail.

Aussi, je tiens à remercier mes collègues de la Banque de France. En particulier Christophe Arnaud qui, le premier, a cru en ce projet. Je souhaite également remercier vivement Yolaine Fischer à qui cette thèse doit tant sur le fond et qui m'a offert trois années durant un cadre épanouissant pour mener mes recherches. De même, je suis très reconnaissant des encouragements constants de Marie-José Lazcano et Véronique Lê-Comby. Je dois également beaucoup à Sylvie Delacourt et Florent Nicol pour leur bienveillance quotidienne ainsi qu'à Romain Zanolli et Romain Svartzman pour leurs conseils avisés. Enfin, Aurélien Parent, Hervé Jolif, Augustin Tigneres, Nassera Tamer, Rouguiata Ba, Nadia Laut, Bérengère Rudelle, Naelle Verniest, Anne de Tricornot, Pauline Bacos et tant d'autres furent chacune et chacun, à leur façon, de précieux compagnons de route dans cette aventure.

Par ailleurs, je souhaite remercier les institutions universitaires qui m'ont vu passer en leur sein, mes *Alma Mater*, l'Université Paris II Panthéon-Assas, l'Université de Nanterre et l'Université de Glasgow. Je garde un souvenir ému de mes années entre leurs murs.

Je sais la chance de bénéficier d'une famille aussi soutenante. Je remercie mes frères Baptiste et Louis ainsi que ma belle-famille Bob, Liliane, Cindy, Alex et Stéphanie. Aussi, j'adresse un très grand merci à mes ami.es Paul, Zach, Paul, Clémence, Rémi, Pete, Martin, Martìn, Alice, Clément, Luna, Zozo, Manon, Alexia, Nico et bien d'autres, pour leur soutien, leurs encouragements, leurs sourires, bref leur présence dans le quotidien de ces années de recherches. J'ai une pensée toute particulière pour Alice, Clémentin et Rebecca, les premiers de cordés, avec qui j'ai traversé cet exercice.

Je veux également remercier avec beaucoup de chaleur et beaucoup d'amour mes parents, Anne-Laure et Éric, qui ont été tout particulièrement dévoués lors de ma scolarité et mes études. Ce sont leurs efforts qui m'ont permis d'être dans la position d'embrasser un projet doctoral. Mon parcours leur doit tant.

Enfin, Stéphanie, mon amour, merci de ton soutien et de m'avoir accompagné dans cette aventure. L'inspiration que tu me donnes chaque jour a été la source principale de l'énergie qui m'a permis de venir à bout de ce projet. Avec l'arrivée de Chiara nous avons entamé une équipée encore plus folle ensemble, ce travail est aussi pour elle.

Résumé :

Dans la joute qui s'engage contre le réchauffement climatique, le secteur financier est appelé à jouer un rôle déterminant. En effet, les besoins de financement sont colossaux, tant pour permettre l'adaptation des sociétés à un climat désormais instable que pour contribuer à la limitation du réchauffement en cours. Dans ce contexte, au sein de l'écosystème financier, les banques centrales sont plus particulièrement amenées à être au cœur de ce changement de paradigme. La position unique qu'elles occupent, ainsi que les outils dont elles disposent, en font des acteurs clés de ce processus.

Sous un angle juridique, la question du rôle que peut jouer l'Eurosystème dans la lutte contre le changement climatique invite, en premier lieu, à un examen attentif de son mandat. En d'autres termes, est-il possible, au regard de son mandat, pour l'Eurosystème d'intégrer la problématique climatique dans la conduite de sa politique monétaire ? Nous verrons qu'une réponse affirmative peut être apportée à cette question. Les traités européens pouvant même être lus comme imposant à l'Eurosystème de prendre en considération le changement climatique dans l'élaboration de sa politique monétaire.

Au regard de cette assertion, une interrogation s'impose quant aux modalités concrètes de « verdissement » des instruments de politique monétaire par l'Eurosystème, ainsi qu'à la compatibilité de telles initiatives avec le cadre juridique applicable à ces outils. Il sera soutenu que la plupart des instruments de politique monétaire, qu'ils relèvent des outils dits conventionnels ou des dispositifs non conventionnels, peuvent être adaptés de sorte à contribuer à la lutte contre le changement climatique.

Descripteurs : Politique monétaire, changement climatique, banque centrale, Eurosystème, Banque centrale européenne, SEBC, droit européen.

Title and Abstract:

In the ongoing battle against climate change, the financial sector is expected to assume a pivotal role in mobilizing the capital required to transform our economic system. The scale of the investment needed is considerable—both to adapt our societies to a destabilized climate and to mitigate ongoing global warming, thereby reducing its potentially devastating consequences. Within the financial ecosystem, central banks are particularly poised to be at the forefront of this paradigm shift. Their unique institutional position and the instruments at their disposal designate them as key actors in this transition.

From a legal perspective, examining the potential role of the Eurosystem in addressing climate change first necessitates an inquiry into the scope of its mandate. In other words, does the Eurosystem, within the bounds of its mandate, have the capacity to integrate climate-related considerations into its monetary policy framework? It will be argued that such integration is indeed permissible. Moreover, the European Treaties, along with the Statutes of the ECB and the ESCB, can be interpreted as imposing a duty on the Eurosystem to factor climate change into the formulation of its monetary policy.

On this basis, a further question arises: how can the Eurosystem "green" its monetary policy instruments, and what does the applicable legal framework permit in this regard? As will be demonstrated, a greening of most monetary policy tools – both conventional and unconventional – can be envisaged within the existing legal and institutional architecture.

Keywords: Monetary Policy, Climate change, Central Bank, Eurosystem, European Central Bank, ESBC, European Law.

Principales abréviations

ABSPP	*Asset-Backed Securities Pruchase Program*
Art.	Article
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
Cass.	Cour de cassation
CA	Cour d'appel
CBPP3	*Covered Bond Purchase Program*
CJCE	Cour de Justice des Communautés Européennes
CJUE	Cour de Justice de l'Union Européenne
Cons.	Considérant
CSPP	*Corporate Sector Purchase Programme*
Dir.	Directive européenne
ECB	*European Central Bank*
Ibid.	*Ibidem* (au même endroit)
in	dans
infra	ci-dessous
JORF	Journal officiel de la République Française
JOCE	Journal officiel des Communautés Européennes
JOUE	Journal officiel de l'Union Européenne
Jur.	Jurisprudence
n°	numéro
NGFS	*Network For Greening the Financial System* (Réseau pour le verdissement du système financier)
OMT	Outright Monetary Transactions
op. cit.	*opere citato* (dans l'ouvrage cité)
PEPP	*Pandemic Emergency Pruchase Programme*
PSPP	*Public Sector Purchase Programme*
PUF	Presse Universitaire de France

RB	Revue Banque
Banque et Dr.	Revue Banque et droit
s.	suivant(e)(s)
SEBC	Système européen de banques centrales
supra	Ci-dessus
TFUE	Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne
TLTRO	*Targeted Longer-term Refinancing Operations*
TUE	Traité sur l'Union européenne
V.	Voir

Sommaire

Remerciements *3*

Principales abréviations *7*

Sommaire *9*

Introduction *11*

Partie I – Mandat de l'Eurosystème & réchauffement climatique *71*

Chapitre I – Analyse classique des objectifs de l'Eurosystème **73**

Chapitre II – Relecture du mandat de l'Eurosystème au regard des enjeux environnementaux **133**

Conclusion de la Partie I **209**

Partie II- Les outils de verdissement de la Politique monétaire *215*

Chapitre préliminaire : Pour une mise en perspective du processus de création monétaire, vers une politique monétaire « néo non-conventionnelle » **225**

Chapitre I- Les outils de politique monétaire conventionnelle **275**

Chapitre II- Les outils de politique monétaire non conventionnelle **331**

Conclusion de la Partie II **403**

Conclusion générale *406*

Bibliographie *435*

Table des matières *499*

Index alphabétique *507*

Introduction

« Dans un monde entièrement fait pour l'homme, il se pourrait bien qu'il n'y eût pas non plus de place pour l'homme ».
Romain Gary, Lettre à l'éléphant[1]

Très tôt après sa nomination à la tête de la BCE, Christine Lagarde a reconnu que le changement climatique faisait partie des défis auxquels les banques centrales faisaient face[2]. A première vue, il pourrait surprendre d'entendre dans la bouche d'une banquière centrale des propos ayant trait à la question du réchauffement climatique. En effet, traditionnellement les banques centrales sont des institutions dédiées à d'autres causes comme la lutte contre l'inflation, la stabilité des prix et la stabilité financière. Ce sont des acteurs qui historiquement œuvrent aux questions de taux de change, de gestion de la monnaie et qui peuvent avoir un rôle de supervision des acteurs financiers.

Cependant, ces dernières années, ce genre de prise de position se sont multipliés parmi les banquiers centraux. D'abord, en septembre 2015, il y a eu le discours fondateur de Mark Carney, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, qui soulignait les risques générés par le changement climatique pour le secteur financier[3]. Il fut rejoint

[1] GARY Romain, « Lettre à l'éléphant », *Le Figaro littéraire*, mars 1968.

[2] « Third, central banks are increasingly facing new types of challenges, not least related to climate change, the disruptive impact of technological change, and the potential fragmentation of the current multilateral order. », LAGARDE Christine, « Opening Statement by Christine Lagarde to the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament », publié le 4 septembre 2019 [Troisièmement, les banques centrales sont de plus en plus confrontées à de nouveaux types de défis, notamment liés au changement climatique, à l'impact perturbateur de l'évolution technologique et à la fragmentation potentielle de l'ordre multilatéral actuel.] (traduction libre).

[3] « Shifts in our climate bring potentially profound implications for insurers, financial stability and the economy. (…) The combination of the weight of scientific evidence and the dynamics of the financial system suggest that, in the fullness of time, climate change will threaten financial resilience and longer-term prosperity. While there is still time to act, the window of opportunity is finite and shrinking. » CARNEY Mark, « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - Speech given at Lloyd's of London. », 2015 [« Les changements climatiques peuvent avoir de profondes

dans son constat quelques mois plus tard à l'occasion de la COP21 par le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau[4]. La COP21 avec la signature de l'Accord de Paris donna un élan à ce sujet qui aboutit en 2017 lors du « *One Planet Summit* » à la création par huit banques centrales et superviseurs du Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (*Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System* – NGFS). Cette enceinte a permis de mener de nombreuses études sur les conséquences du réchauffement climatique pour les banques centrales et si l'on peut dire de « libérer la parole ». En effet, le NGFS a exprimé à maintes reprises que le changement climatique est porteur de risques financiers et qu'il appartient donc aux banques centrales de les prendre en compte. À cet égard, une étape a été franchie lorsque les banquiers centraux européens ont commencé à interroger la politique monétaire avec le prisme des conséquences du réchauffement climatique[5]. Puis, à l'initiative de Christine Lagarde, l'Eurosystème a entrepris sa « revue stratégique », occasion de réfléchir plus concrètement à la place à donner au climat dans la politique monétaire. Nous reviendrons sur cette étape.

Pour comprendre cette prise de conscience par les banquiers centraux il faut s'intéresser au réchauffement climatique lui-même, mais surtout à ses conséquences

répercussions sur les assureurs, la stabilité financière et l'économie. (...) La combinaison du poids des preuves scientifiques et de la dynamique du système financier suggère que, le moment venu, le changement climatique menacera la résilience financière et la prospérité à long terme. Il est encore temps d'agir, mais la fenêtre d'opportunité est limitée et se rétrécit. »] (traduction libre).

[4] « Climate change is likely to affect the price of goods and services. It has a direct impact on food prices. But it will also more generally affect growth and the allocation of resources. Against this backdrop, central banks should remain vigilant about, and possibly monitor the economic consequences of climate change. And monetary policy will have to play its role of contributing to a smoother rebalancing of price structures, in line with its price stability mandate. » VILLEROY DE GALHAU François, « Climate change: the financial sector and pathway to 2°C », Conference COP21, 2015 [« Le changement climatique est susceptible d'affecter le prix des biens et des services. Il a un impact direct sur les prix des denrées alimentaires. Mais il affectera aussi plus généralement la croissance et l'allocation des ressources. Dans ce contexte, les banques centrales devraient rester vigilantes et éventuellement surveiller les conséquences économiques du changement climatique. Et la politique monétaire devra jouer son rôle en contribuant à un rééquilibrage plus harmonieux des structures de prix, conformément à son mandat de stabilité des prix. »] (traduction libre).

[5] VILLEROY DE GALHAU François, « Discours à la conférence "changer d'ère : réchauffement climatique et finance" », Banque de France, 2019 ; LAGARDE Christine, « Remarks on the occasion of receiving the Grand Prix de l'Économie 2019 from Les Echos », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 5 février 2020, [consulté le 7 février 2020].

pour l'économie et au rôle que la finance et en particulier les banques centrales peuvent donc jouer. La première partie de cette introduction se propose donc d'exposer brièvement le processus de réchauffement climatique (I), s'ensuivra dans la deuxième partie un exposé des conséquences de ce phénomène (II). Ces développements soulèveront la question de l'attitude à adopter vis-à-vis des prévisions scientifiques que l'on aura présentées (III). Puis, nous appréhenderons le rôle que peut jouer la finance pour lutter contre le réchauffement climatique et en quoi les banques centrales sont des acteurs essentiels de ce combat (IV). Enfin, nous esquisserons en guise de conclusion les prémices de l'analyse juridique de l'intégration du réchauffement climatique à la politique monétaire de l'Eurosystème (V).

I- Le réchauffement climatique

Dès 1859, le physicien Irlandais John Tyndall a démontré le principe fondamental de l'effet de serre. Il explique que les molécules de dioxyde de carbone absorbant la chaleur, une variation de leur concentration dans l'atmosphère terrestre a le pouvoir de provoquer des changements sur le climat de la planète. Sur la base de cette découverte, le chimiste suédois et Nobel de chimie, Svante August Arrhenius déduisit en 1896 que la combustion dans des quantités industrielles de charbon et de pétrole risquait de provoquer une hausse des températures de la planète.[6]

Depuis lors, les mises en garde contre la fuite en avant vers toujours plus de combustion d'énergies fossiles ont été nombreuses. Des générations de scientifiques se sont succédées pour alerter sur les effets de la généralisation des énergies fossiles dans la production d'énergie.

En 1965, sous la direction de Roger Revelle, un océanographe américain membre du Comité consultatif scientifique du Président des Etats-Unis, a été rédigé un chapitre consacré au dioxyde de carbone atmosphérique dans le rapport consacré à la pollution de l'environnement.

Ce chapitre souligne que l'augmentation du CO2 dans l'atmosphère, qui est dû à la combustion d'énergie fossile, va provoquer un réchauffement global du climat et donc une fonte des glaces, une montée des eaux, une augmentation de l'acidité de l'eau etc. Revelle et ses co auteurs concluent que « les changements climatiques qui pourraient être produits par l'augmentation de la teneur en CO2 pourraient être délétères pour les êtres humains »[7].

---

[6] ARRHENIUS Svante, « On the Influence of Carbonic Acid in the Air upon the Temperature of the Ground », *Philosophical Magazine and Journal of Science*, 41, 1896.

[7] « Through his worldwide industrial civilization, Man is unwittingly conducting a vast geophysical experiment. Within a few generations, he is burning the fossil fuels that slowly accumulated in the earth over the past 500 million years. The CO2 produced by this combustion is being injected into the atmosphere; about half of it remains there. The estimated recoverable reserves of fossil fuels are sufficient to produce nearly a 200% increase in the carbon dioxide content of the atmosphere. By the year 2000 the increase in atmospheric CO2 will be close to 25%. This may be sufficient to produce measurable and perhaps marked changes in climate, and will almost certainly cause significant changes in the temperature and other properties of the stratosphere. (…) The climatic changes that may be produced by the increased CO2 content could be deleterious from the point of view of human beings.

En 1972, est publiée la première version du « Rapport au Club de Rome » aussi connu sous le nom de « Rapport Meadows » qui fut rédigé par Donella Meadows, Denis Meadows et Jorgen Randers. Intitulé « Les limites à la croissance : dans un monde fini », ce rapport va montrer les conséquences d'une croissance exponentielle dans un monde fini en prenant comme l'une des limites planétaires la concentration en dioxyde de carbone dans l'atmosphère[8].

En 1979, dans un rapport à destination de La Maison Blanche dirigé par le météorologue Jule G. Charney, il est expliqué de façon très claire que depuis plus d'un siècle nous savons que des changements dans la composition de l'atmosphère sont de nature à affecter sa capacité à piéger l'énergie solaire et qu'il est prouvé de façon irréfutable que l'atmosphère est effectivement en train de changer. Charney ajoute que nous contribuons nous-mêmes à ce changement car l'augmentation de la concentration atmosphérique de dioxyde de carbone est liée à l'utilisation par l'homme de combustibles fossiles et à l'exploitation des terres, en conséquence de quoi des augmentations continues de CO2 dans l'atmosphère affecteront le climat[9].

» REVELLE Roger, BROECKER Wallace, CRAIG Harmon *et al.*, « Appendix Y4 - Atmospheric Carbon Dioxide », in *Restoring the Quality of our Environment*, The White House, 1965, pp126-127. [« Par sa civilisation industrielle globale, l'homme mène sans le savoir une vaste expérience géophysique. En quelques générations, il brûle les combustibles fossiles qui se sont lentement accumulés dans la terre depuis 500 millions d'années. Le CO2 produit par cette combustion est injecté dans l'atmosphère ; environ la moitié y reste. Les réserves récupérables estimées de combustibles fossiles sont suffisantes pour produire une augmentation de près de 200 % de la teneur en dioxyde de carbone de l'atmosphère. D'ici l'an 2000, l'augmentation du CO2 atmosphérique sera proche de 25 %. Cela pourrait être suffisant pour produire des changements climatiques mesurables et peut-être marqués, et entraînera presque certainement des changements significatifs de la température et d'autres propriétés de la stratosphère. (...) Les changements climatiques susceptibles d'être produits par l'augmentation de la teneur en CO2 pourraient être délétères du point de vue des êtres humains. »] (traduction libre)

[8] MEADOWS Donella H, MEADOWS Dennis L et RANDERS Jørgen, *Les limites à la croissance*, Raison d'Agir, 2017.

9 « For more than a century, we have been aware that changes in the composition of the atmosphere could affect its ability to trap the sun's energy for our benefit. We now have incontrovertible evidence that the atmosphere is indeed changing and that we ourselves contribute to that change. Atmospheric concentrations of carbon dioxide are steadily increasing, and these changes are linked with man's use of fossil fuels and exploitation of the land. Since carbon dioxide plays a significant role in the heat budget of the atmosphere, it is reasonable to suppose that continued increases would affect climate. » CHARNEY Jule, « Carbon Dioxide and Climate: A Scientific Assessment », National Academy of Sciences, 1979, p. vii. [« Depuis plus d'un siècle, nous savons que des changements dans la composition

La limpidité de ces rapports permet à Nataniel Rich de dire de façon un peu provoquante que « à peu près tout ce que nous comprenons du réchauffement climatique à l'heure actuelle était déjà compris en 1979. Et peut-être même mieux compris[10]. » En effet, depuis lors notre connaissance du sujet n'a fait que s'affiner, grâce notamment aux publications régulières depuis 1990 de rapports par le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC). Dans le rapport du groupe III du GIEC il est clairement posé que les émissions anthropiques nettes totales de gaz à effet de serre ont continué à augmenter dans la période 2010-2019, tout comme les émissions nettes cumulées de CO2 depuis 1850. Les émissions annuelles moyennes sur la période 2010-2019 ont même été supérieures à celles de toutes les décennies précédentes mais le taux de croissance des émissions sur cette période a lui été inférieur au taux de la période 2000-2009[11].

Dans son 6e rapport publié en 2022, les scientifiques du groupe II du GIEC dressent un état des lieux alarmant de l'état de la planète. Ils expliquent que l'augmentation observée de la fréquence et de l'intensité des phénomènes climatiques et météorologiques extrêmes (chaleur extrême sur terre et dans les océans, les fortes précipitations, la sécheresse et les incendies) a eu des répercussions importantes et généralisées sur les écosystèmes, les populations, les installations et les infrastructures humaines. Ils soulignent que depuis le cinquième rapport, on peut de plus en plus attribuer au changement climatique d'origine humaine l'augmentation de la fréquence et de la gravité des phénomènes extrêmes mais aussi l'accroissement de la mortalité

---

de l'atmosphère pourraient affecter sa capacité à piéger l'énergie solaire à notre profit. Nous disposons à présent de preuves irréfutables que l'atmosphère est effectivement en train de changer et que nous contribuons nous-mêmes à ce changement. Les concentrations atmosphériques de dioxyde de carbone augmentent régulièrement et ces changements sont liés à l'utilisation par l'homme de combustibles fossiles et à l'exploitation des terres. Étant donné que le dioxyde de carbone joue un rôle important dans le bilan thermique de l'atmosphère, il est raisonnable de supposer qu'une augmentation continue affecterait le climat. »] (traduction libre).

[10] RICH Nathaniel, *Perdre la Terre*, Point, 2019, p. 11.

[11] INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), « Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change - Summary for Policymakers - Working Group III contribution to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change », WMO & UNEP, 2022, p. 10.

humaine liée à ces chaleurs. Ce processus explique aussi le blanchiment et la mortalité des coraux, ou encore l'augmentation de la mortalité des arbres liée à la sécheresse. La hausse observée des zones brûlées par des incendies de forêt a été aussi attribuée au changement climatique d'origine anthropique. Les effets néfastes des cyclones tropicaux, avec les pertes et les dommages qui en découlent, ont augmenté en raison de l'élévation du niveau de la mer et de l'augmentation des fortes précipitations. Les répercussions sur les systèmes naturels et humains de processus à évolution lente tels que l'acidification des océans, l'élévation du niveau de la mer ou les diminutions régionales des précipitations ont également pour cause le changement climatique.[12]

Dans le résumé de son rapport destiné aux décideurs politiques le GIEC pointe le fait que le changement climatique a causé des dommages substantiels, et des pertes de plus en plus irréversibles, dans les écosystèmes terrestres, d'eau douce et dans les écosystèmes marins côtiers et de haute mer. L'effondrement de la biodiversité est particulièrement bien documenté par la Plateforme Intergouvernementale sur la Biodiversité et les Services Ecosystémiques (IPBES) qui alertait dans un rapport de 2019 sur le rythme inédit auquel décline la nature, mais aussi sur le fait que la santé des écosystèmes se dégrade et que le taux d'extinction des espèces s'accélère[13]. Dans un rapport à destination du Trésor Britannique, le Professeur de l'Université de Cambridge Partha Dasgupta abonde dans le même sens et pose qu'actuellement, la

[12] INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), « Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability - Summary for Policymakers - Working Group II contribution to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change », WMO & UNEP, 2022.

[13] « La nature décline globalement à un rythme sans précédent dans l'histoire humaine - et le taux d'extinction des espèces s'accélère, provoquant dès à présent des effets graves sur les populations humaines du monde entier. (…) La santé des écosystèmes dont nous dépendons, ainsi que toutes les autres espèces, se dégrade plus vite que jamais. Nous sommes en train d'éroder les fondements mêmes de nos économies, nos moyens de subsistance, la sécurité alimentaire, la santé et la qualité de vie dans le monde entier. Le rapport estime qu'environ 1 million d'espèces animales et végétales sont aujourd'hui menacées d'extinction, notamment au cours des prochaines décennies, ce qui n'a jamais eu lieu auparavant dans l'histoire de l'humanité. » PLATEFORME INTERGOUVERNEMENTALE SCIENTIFIQUE ET POLITIQUE SUR LA BIODIVERSITÉ ET LES SERVICES ÉCOSYSTÉMIQUES, « Rapport de la Plénière de la Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques sur les travaux de sa septième sessions - Résumé à l'intention des décideurs du rapport sur l'évaluation mondiale de la biodiversité et des services écosystémiques », IPBES, 2019.

biodiversité diminue plus rapidement que jamais dans l'histoire de l'humanité et que les taux d'extinction d'espèces sont 100 à 1000 fois plus élevés que leurs taux historiques et qu'ils ne cessent d'augmenter. Il conclue que « réduire la biodiversité, c'est nuire à la Nature et à l'humanité[14]. »

Le groupe II du GIEC souligne aussi dans son 6e rapport que l'étendue et la magnitude des impacts du changement climatique se révèlent plus importantes que celles estimées dans ses précédentes évaluations. Le changement climatique a entraîné une détérioration généralisée de la structure et de la fonction des écosystèmes, de leur résilience et de leur capacité d'adaptation naturelle, ainsi qu'un décalage des saisons. Les scientifiques du GIEC estiment qu'environ la moitié des espèces évaluées au niveau mondial se sont déplacées vers les pôles ou, sur terre, vers des altitudes plus élevées. Ils ajoutent que la perte de centaines d'espèces a été provoquée par l'augmentation de l'ampleur des extrêmes thermiques et par la disparition des forêts de laminaires (algues). Certaines pertes sont déjà irréversibles (extinctions d'espèces), d'autres impacts sont proches de l'irréversibilité, comme les impacts des changements hydrologiques résultant du recul des glaciers, ou les changements de certains écosystèmes de montagne et de l'Arctique dûs au dégel du pergélisol[15].

---

[14] « Biodiversity enables Nature to be productive, resilient and adaptable. Just as diversity within a portfolio of financial assets reduces risk and uncertainty, so diversity within a portfolio of natural assets increases Nature's resilience to shocks, reducing the risks to Nature's services. Reduce biodiversity, and Nature and humanity suffer. » DASGUPTA Partha, *Economics of Biodiversity - The Dasgupta Review, Headline Messages.*, [s. n.], 2021, p. 1. [« La biodiversité permet à la nature d'être productive, résistante et adaptable. Tout comme la diversité au sein d'un portefeuille d'actifs financiers réduit le risque et l'incertitude, la diversité au sein d'un portefeuille d'actifs naturels augmente la résilience de la nature aux chocs, réduisant ainsi les risques pour les services de la nature. Réduire la biodiversité, c'est nuire à la Nature et à l'humanité. »] (traduction libre).

[15] « Climate change has caused substantial damages, and increasingly irreversible losses, in terrestrial, freshwater and coastal and open ocean marine ecosystems (high confidence). The extent and magnitude of climate change impacts are larger than estimated in previous assessments (high confidence). Widespread deterioration of ecosystem structure and function, resilience and natural adaptive capacity, as well as shifts in seasonal timing have occurred due to climate change (high confidence), with adverse socioeconomic consequences (high confidence). Approximately half of the species assessed globally have shifted polewards or, on land, also to higher elevations (very high confidence). Hundreds of local losses of species have been driven by increases in the magnitude of heat extremes (high confidence), as well as mass mortality events on land and in the ocean (very high confidence) and loss of kelp forests (high confidence). Some losses are already irreversible, such as the first species extinctions driven by climate change (medium confidence). Other impacts are approaching irreversibility such as the impacts of hydrological changes resulting from the retreat of glaciers, or the changes in some mountain (medium confidence) and Arctic ecosystems driven by permafrost thaw (high confidence). »

Un autre effet du réchauffement climatique mis en lumière par le GIEC est que l'augmentation de la fréquence et de l'intensité des phénomènes climatiques extrêmes réduit la sécurité alimentaire et hydrique. En effet, bien que la productivité agricole ait globalement augmenté ces dernières années, le changement climatique a ralenti cette croissance, en particulier dans les régions de moyenne et basse latitude. Le réchauffement climatique a également un impact négatif sur la sécurité alimentaire en ce qu'il provoque une acidification des océans faisant décliner la productivité de l'aquaculture et de la pêche dans certaines régions[16].

INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), *op. cit.*, p. 8. [« Le changement climatique a causé des dommages substantiels et des pertes de plus en plus irréversibles dans les écosystèmes terrestres, d'eau douce, côtiers et marins de haute mer (degré de confiance élevé). L'étendue et l'ampleur des effets du changement climatique sont plus importantes que celles estimées dans les évaluations précédentes (degré de confiance élevé). Le changement climatique a entraîné une détérioration généralisée de la structure et de la fonction des écosystèmes, de leur résilience et de leur capacité d'adaptation naturelle, ainsi que des changements dans les calendriers saisonniers (degré de confiance élevé), avec des conséquences socio-économiques négatives (degré de confiance élevé). Environ la moitié des espèces évaluées au niveau mondial se sont déplacées vers les pôles ou, sur terre, vers des altitudes plus élevées (degré de confiance très élevé). Des centaines de pertes locales d'espèces ont été provoquées par l'augmentation de l'ampleur des extrêmes thermiques (degré de confiance élevé), ainsi que par des événements de mortalité massive sur terre et dans l'océan (degré de confiance très élevé) et par la disparition des forêts de varech (degré de confiance élevé). Certaines pertes sont déjà irréversibles, comme les premières extinctions d'espèces dues au changement climatique (confiance moyenne). D'autres impacts s'approchent de l'irréversibilité, comme les impacts des changements hydrologiques résultant du retrait des glaciers, ou les changements dans certains écosystèmes de montagne (confiance moyenne) et de l'Arctique entraînés par le dégel du pergélisol (confiance élevée). »] (traduction libre)

[16] « Climate change will increasingly put pressure on food production and access, especially in vulnerable regions, undermining food security and nutrition (high confidence). Increases in frequency, intensity and severity of droughts, floods and heatwaves, and continued sea level rise will increase risks to food security (high confidence) in vulnerable regions from moderate to high between 1.5°C and 2°C global warming level, with no or low levels of adaptation (medium confidence). At 2°C or higher global warming level in the mid-term, food security risks due to climate change will be more severe, leading to malnutrition and micro-nutrient deficiencies, concentrated in Sub-Saharan Africa, South Asia, Central and South America and Small Islands (high confidence). Global warming will progressively weaken soil health and ecosystem services such as pollination, increase pressure from pests and diseases, and reduce marine animal biomass, undermining food productivity in many regions on land and in the ocean (medium confidence). At 3°C or higher global warming level in the long term, areas exposed to climate-related hazards will expand substantially compared with 2°C or lower global warming level (high confidence), exacerbating regional disparity in food security risks (high confidence). » *Ibid.*, p. 10. [« Le changement climatique exercera une pression croissante sur la production alimentaire et l'accès à la nourriture, en particulier dans les régions vulnérables, compromettant la sécurité alimentaire et la nutrition (degré de confiance élevé). L'augmentation de la fréquence, de l'intensité et de la gravité des sécheresses, des inondations et des vagues de chaleur, ainsi que l'élévation continue du niveau de la mer, augmenteront les risques pour la sécurité alimentaire (confiance élevée) dans les régions vulnérables, qui passeront de modérés à élevés entre 1,5°C et 2°C de réchauffement global, avec des niveaux d'adaptation faibles ou nuls (confiance moyenne). À un

Aussi, si le réchauffement de la planète venait à atteindre +1,5°C à court terme, ce qui est quasiment certain au regard de la trajectoire de réchauffement actuelle, le GIEC souligne que cela entrainerait une augmentation et une multiplicité inévitables des dangers climatiques et des risques pour les écosystèmes et les humains. En conséquence de quoi, les actions visant à limiter le réchauffement de la planète à près de 1,5°C réduiraient considérablement les pertes et dommages liés à ce réchauffement[17]. À cela s'ajoute que plus le climat se réchauffe, plus les impacts et les risques liés à ce changement deviennent difficiles à anticiper. De multiples aléas climatiques et risques climatiques se produiront simultanément et interagiront entrainant une aggravation du risque global. En effet, le groupe II du GIEC met bien en avant que le changement climatique a déjà perturbé les systèmes humains et naturels et que les choix et actions mis en œuvre au cours de la prochaine décennie seront déterminants de la trajectoire de réchauffement que connaitra le monde. Il ajoute que les perspectives de développement résilient au changement climatique seront de plus

niveau de réchauffement global de 2°C ou plus à moyen terme, les risques pour la sécurité alimentaire dus au changement climatique seront plus graves, entraînant une malnutrition et des carences en micronutriments, concentrées en Afrique subsaharienne, en Asie du Sud, en Amérique centrale et du Sud et dans les petites îles (degré de confiance élevé). Le réchauffement climatique affaiblira progressivement la santé des sols et les services écosystémiques tels que la pollinisation, augmentera la pression exercée par les ravageurs et les maladies, et réduira la biomasse des animaux marins, sapant ainsi la productivité alimentaire dans de nombreuses régions sur terre et dans les océans (degré de confiance moyen). À long terme, si le réchauffement climatique est égal ou supérieur à 3 °C, les zones exposées aux risques liés au climat s'étendront considérablement par rapport à un réchauffement climatique égal ou inférieur à 2 °C (degré de confiance élevé), ce qui aggravera les disparités régionales en matière de risques pour la sécurité alimentaire (degré de confiance élevé). »] (traduction libre)

[17] « Global warming, reaching 1.5°C in the near-term, would cause unavoidable increases in multiple climate hazards and present multiple risks to ecosystems and humans (very high confidence). The level of risk will depend on concurrent near term trends in vulnerability, exposure, level of socioeconomic development and adaptation (high confidence). Near-term actions that limit global warming to close to 1.5°C would substantially reduce projected losses and damages related to climate change in human systems and ecosystems, compared to higher warming levels, but cannot eliminate them all (very high confidence). » *Ibid.*, p. 13. [« Le réchauffement de la planète, qui atteindrait 1,5 °C à court terme, entraînerait une augmentation inévitable de plusieurs dangers climatiques et présenterait des risques multiples pour les écosystèmes et les êtres humains (degré de confiance très élevé). Le niveau de risque dépendra des tendances concomitantes à court terme en matière de vulnérabilité, d'exposition, de niveau de développement socio-économique et d'adaptation (degré de confiance élevé). Les actions à court terme qui limitent le réchauffement de la planète à près de 1,5 °C réduiraient considérablement les pertes et les dommages prévus liés au changement climatique dans les systèmes humains et les écosystèmes, par rapport à des niveaux de réchauffement plus élevés, mais ne peuvent pas les éliminer complètement (confiance très élevée). »] (traduction libre)

en plus limitées si les émissions actuelles de gaz à effet de serre ne diminuent pas rapidement et si le réchauffement climatique dépasse 1,5°C à court terme[18].

A) Les conséquences du réchauffement climatique sur nos sociétés et nos économies

On a commencé à entrevoir dans ce qui précède que le réchauffement climatique est vecteur de nombreux effets délétères pour la biodiversité de la planète ainsi que pour l'homme et la société. Dans cette partie nous allons plus précisément nous pencher sur ces effets en essayant de garder à l'esprit ce que ces effets provoqueront sur nos économies. À cet égard un ouvrage nous semble central : « *The Uninhabitable Earth: A story of the future* » (La Terre inhabitable : une histoire du future) de David Wallace-Wells. Dans ce texte Wallace-Wells procède à une sorte d'inventaire des conséquences que le réchauffement climatique va provoquer. Il commence par un constat selon lequel un réchauffement climatique de deux degrés provoquerait un effondrement des calottes glaciaires ; 400 millions de personnes en plus souffriraient de manque d'eau ; des grandes villes de la région équatoriale deviendraient inhabitables et plus au nord des milliers de personnes mourraient chaque année en raison des vagues de chaleurs. Cette

[18] « It is unequivocal that climate change has already disrupted human and natural systems. Past and current development trends (past emissions, development and climate change) have not advanced global climate resilient development (very high confidence). Societal choices and actions implemented in the next decade determine the extent to which medium and long-term pathways will deliver higher or lower climate resilient development (high confidence). Importantly climate resilient development prospects are increasingly limited if current greenhouse gas emissions do not rapidly decline, especially if 1.5°C global warming is exceeded in the near-term (high confidence). These prospects are constrained by past development, emissions and climate change, and enabled by inclusive governance, adequate and appropriate human and technological resources, information, capacities and finance (high confidence). » *Ibid.*, p. 35. [« Il est clair que le changement climatique a déjà perturbé les systèmes humains et naturels. Les tendances de développement passées et actuelles (émissions passées, développement et changement climatique) n'ont pas fait progresser le développement résilient au climat au niveau mondial (confiance très élevée). Les choix de société et les actions mises en œuvre au cours de la prochaine décennie déterminent la mesure dans laquelle les voies à moyen et long terme aboutiront à un développement plus ou moins résilient face au climat (confiance élevée). Il est important de noter que les perspectives de développement résilient au changement climatique sont de plus en plus limitées si les émissions actuelles de gaz à effet de serre ne diminuent pas rapidement, en particulier si le réchauffement planétaire de 1,5 °C est dépassé à court terme (confiance élevée). Ces perspectives sont limitées par le développement antérieur, les émissions et le changement climatique, et rendues possibles par une gouvernance inclusive, des ressources humaines et technologiques adéquates et appropriées, des informations, des capacités et des financements (confiance élevée). »] (traduction libre)

projection déjà sombre, d'un réchauffement de 2°C, constitue raisonnablement notre meilleur scénario explique-t-il. Avec un réchauffement de 3°C, le sud de l'Europe serait en sécheresse permanente et les étendues brulées chaque année par les incendies doubleraient autour du bassin méditerranéen et seraient multipliées par six aux États-Unis. À plus 4°C, il y aurait 8 millions de plus de cas de dengue par an en Amérique Latine et une hausse de 9% de la mortalité liée aux vagues de chaleurs. Les dégâts causés par les inondations seraient multipliés par trente au Bangladesh, par vingt en Inde, et par soixante au Royaume-Uni[19].

Wallace-Wells ajoute que si miraculeusement nous cessions immédiatement d'émettre du CO2 ; ce que nous avons déjà émis comme gaz à effet de serre provoquerait encore

[19] « At two degrees, the ice sheets will begin their collapse, 400 million more people will suffer from water scarcity, major cities in the equatorial band of the planet will become unlivable, and even in the northern latitudes heat waves will kill thousands each summer. There would be thirty-two times as many extreme heat waves in India, and each would last five time as long, exposing ninety-three times more people. This is out best-case scenario.

At three degrees, southern Europe would be in permanent drought, and the average drought in Central America would last nineteen months longer and in the Caribbean twenty-one months longer. In northern Africa, the figure is sixty months longer – five years. The areas burned each year by wildfires would double in the Mediterranean and sextuple, or more, in the United States.

At four degrees, there would be eight million more cases of dengue fever each year in Latin America alone and close to annual global food crises. There could be 9 percent more heat-related deaths. Damages from river flooding would grow thirtyfold in Bangladesh, twentyfold in India, and as much as sixtyfold in the United Kingdom. In certain places, six climate-driven natural disasters could strike simultaneously, and, globally, damages could pass $600 trillion – more than twice the wealth as exists in the world today. Conflict and warfare could double.» WALLACE-WELLS David, *The Uninhabitable Earth.*, Penguin Books, 2019, p. 12. [« À deux degrés, les calottes glaciaires commenceront à s'effondrer, 400 millions de personnes supplémentaires souffriront du manque d'eau, les grandes villes de la bande équatoriale de la planète deviendront invivables et, même sous les latitudes septentrionales, les vagues de chaleur tueront des milliers de personnes chaque été. L'Inde connaîtra trente-deux fois plus de vagues de chaleur extrême et chacune d'entre elles durera cinq fois plus longtemps, exposant quatre-vingt-treize fois plus de personnes. Il s'agit là d'un scénario optimiste.

À trois degrés, l'Europe méridionale serait en proie à une sécheresse permanente, et la sécheresse moyenne durerait dix-neuf mois de plus en Amérique centrale et vingt et un mois de plus dans les Caraïbes. En Afrique du Nord, elle durerait soixante mois de plus, soit cinq ans. Les surfaces brûlées chaque année par les incendies doubleraient en Méditerranée et sextupleraient, voire plus, aux États-Unis.

À quatre degrés, il y aurait huit millions de cas supplémentaires de dengue chaque année, rien qu'en Amérique latine, et près de crises alimentaires mondiales annuelles. Le nombre de décès liés à la chaleur pourrait augmenter de 9 %. Les dommages causés par les inondations fluviales seraient multipliés par trente au Bangladesh, par vingt en Inde et par soixante au Royaume-Uni. Dans certains endroits, six catastrophes naturelles d'origine climatique pourraient frapper simultanément et, à l'échelle mondiale, les dommages pourraient dépasser les 600 000 milliards de dollars, soit plus du double de la richesse mondiale actuelle. Les conflits et les guerres pourraient doubler. »] (traduction libre).

un réchauffement additionnel. Or, nos émissions ne cessent de croître comme le rapport du GIEC de 2022 l'a souligné. Nous sommes donc très loin d'atteindre la neutralité carbone et par conséquent très loin de stabiliser notre climat[20]. Wallace-Wells explique bien que le changement climatique ne consiste pas à passer d'un écosystème stable à un autre un peu plus chaud et un peu moins désirable. Le changement climatique est un processus qui va aller en empirant à mesure que la planète se réchauffe et qui va se poursuivre en s'alimentant lui-même avec l'enclenchement de boucles de rétroaction positive. Par exemple, à mesure que la glace des pôles et des glaciers va fondre, la lumière du soleil sera moins renvoyée vers l'espace et plus stockée dans le sol, provoquant un réchauffement additionnel. De plus en fondant, les glaces libèrent du méthane (CH4) un gaz avec une capacité réchauffante de l'atmosphère 31 fois supérieure à celle du CO2. Il existe donc des paliers, ou points de bascule (*tipping points*), à ne pas franchir sans quoi le réchauffement climatique va s'emballer et sortir de la zone dans laquelle il demeure contrôlable par l'humanité. En effet, neuf processus environnementaux que l'on appelle aussi limites planétaires ont été identifiés par les scientifiques. Parmi ces neuf limites, trois impliquent des perturbations des systèmes de régulation du système Terre à l'échelle planétaire. Il s'agit 1° de l'érosion de la couche d'ozone, ce qui menace en particulier le processus de filtration des rayonnements ultraviolets à travers l'atmosphère ; 2° du renforcement de l'effet de serre, qui modifie le bilan radiatif de la Terre et le fonctionnement du climat ; 3° de l'acidification des masses d'eau océaniques, processus qui est susceptible d'affecter la vie marine ainsi que certains vecteurs de régulation du climat[21].

Aurélien Boutaud et Natacha Gondran expliquent que les six autres limites planétaires ont des impacts jusqu'à présent essentiellement plus localisés mais qu'en s'agrégeant ou en interagissant avec les trois autres limites de dimensions planétaires elles peuvent

[20] « Even if, miraculously, humans immediately ceased emitting carbon, we'd still be due for some additional warming from just the stuff we've put into the air already. And of course, with global emissions still increasing, we're very far from zeroing out on carbon, and therefore very far from stalling climate change. » *Ibid.*, p. 19. [« Même si, par miracle, l'homme cessait immédiatement d'émettre du carbone, nous devrions encore subir un réchauffement supplémentaire du fait des substances que nous avons déjà émises dans l'air. Et bien sûr, comme les émissions mondiales continuent d'augmenter, nous sommes très loin de réduire à zéro les émissions de carbone, et donc très loin d'arrêter le changement climatique. »] (traduction libre).

[21] BOUTAUD Aurélien et GONDRAN Natasha, *Les limites planétaires*, la Découverte, 2020, p. 35.

également avoir des effets à l'échelle planétaire. Il s'agit en l'espèce de 1° la perturbation des cycles biogéochimiques de l'azote et du phosphore ; 2° la perturbation des cycles de l'eau douce ; 3° le changement d'affectation des sols, comme la déforestation ou l'artificialisation ; 4° l'atteinte à l'intégrité de la biosphère, ce qui recouvre l'effondrement de la biodiversité évoqué ci-dessus ; 5° la charge atmosphérique en particules, ce qui recouvre la pollution aux particules fines par exemple; 6° l'introduction de nouvelles entités artificielles dans l'environnement comme les pollutions chimiques par exemple[22]. Parmi ces neuf limites planétaires, les scientifiques estiment que plusieurs d'entre elles sont déjà dépassées comme la concentration en CO2 dans l'atmosphère, (induisant donc un renforcement de l'effet de serre), la perturbation des cycles de l'azote et du phosphore, le taux d'extinction des espèces et le changement d'affectation des sols[23].

Parmi les différentes conséquences du réchauffement climatiques que liste David Wallace-Wells nous verrons d'abord les effets directs du réchauffement climatique sur la planète (A) puis les conséquences de cela sur les sociétés humaines (B).

B) Les conséquences du réchauffement climatique sur la planète

Les conséquences du changement climatique peuvent être classées en deux catégories, d'abord, les conséquences directes du réchauffement sur la planète et sa flore (1) et ensuite, les conséquences sur le vivant, entendu ici comme la faune terrestre (2).

[22] *Ibid.*, p. 26.

[23] *Ibid.*, p. 33.

1- Portrait d'une planète qui se réchauffe

À l'évidence le réchauffement global du climat de la planète va provoquer une augmentation et une intensification des vagues de chaleur, une montée des eaux dûe à la fonte des glaces et à la dilatation des océans, une augmentation de la fréquence et de l'intensité des incendies et des sécheresses. Nous allons brièvement passer en revue ces effets pour donner un aperçu plus concret de ce que cela peut signifier pour l'humanité.

Si l'on évoque d'abord les vagues de chaleur, en France l'on garde en mémoire la sécheresse de 1976 et les canicules de 2003 et 2022. Dans une planète plus chaude ces évènements sont amenés à se répéter plus fréquemment et à voir leur intensité s'accroître. Or, l'on sait que chaque canicule de ce type charrie son lot de souffrance physique et de décès. Dans une vaste étude, publiée en 2021 et synthétisant des données de 43 pays, visant à estimer pour la période 1991-2008, la part de mortalité associée à l'exposition supplémentaire de chaleur résultant du réchauffement climatique, des scientifiques ont pu constater qu'en moyenne 37% des décès liés à la chaleur pendant la saison chaude pouvaient être attribués au changement climatique. Ils ajoutent que l'augmentation de la mortalité est évidente sur tous les continents[24].
Une autre étude a souligné que le changement climatique augmentait très sensiblement le risque de température dépassant la capacité de thermorégulation humaine. En analysant les évènements de chaleur mortelle documentés afin d'identifier les

[24] « Here, we use empirical data from 732 locations in 43 countries to estimate the mortality burdens associated with the additional heat exposure that has resulted from recent human-induced warming, during the period 1991–2018. Across all study countries, we find that 37.0% (range 20.5–76.3%) of warm-season heat-related deaths can be attributed to anthropogenic climate change and that increased mortality is evident on every continent. Burdens varied geographically but were of the order of dozens to hundreds of deaths per year in many locations. » VICEDO-CABRERA A. M., SCOVRONICK N., SERA F. *et al.*, « The burden of heat-related mortality attributable to recent human-induced climate change », *Nat. Clim. Chang.*, 11, Nature Publishing Group, 2021, p. 492. [« Nous utilisons ici des données empiriques provenant de 732 sites dans 43 pays pour estimer la surmortalité associée à l'exposition supplémentaire à la chaleur qui a résulté du réchauffement récent induit par l'homme, au cours de la période 1991-2018. Sur l'ensemble des pays étudiés, nous constatons que 37,0 % (fourchette de 20,5 à 76,3 %) des décès liés à la chaleur en saison chaude peuvent être attribués au changement climatique anthropique et que l'augmentation de la mortalité est évidente sur tous les continents. Les taux de mortalité varient géographiquement mais sont de l'ordre de quelques dizaines à quelques centaines de décès par an dans de nombreux endroits. »] (traduction libre)

conditions climatiques associées à la mort humaine et en quantifiant l'occurrence actuelle et future de ces conditions, des scientifiques ont pu d'abord relever 783 cas de surmortalité humaine associés à la chaleur. Sur la base de cela, ils ont pu identifier un seuil au-delà duquel la température moyennes quotidiennes de l'air et l'humidité deviennent mortelle. Aujourd'hui, 30% de la population mondiale est exposée à des conditions dépassant ce seuil pendant au moins 20 jours par an. D'ici 2100, et si l'humanité s'astreint à une réduction drastique de ses émissions de CO2, ce seuil devrait passer à 48%, et même à 74% si les émissions ne cessent d'augmenter. Ils en concluent que l'excès de chaleur est une menace pour la vie humaine et qu'elle sera fortement aggravée si les gaz à effet de serre ne sont pas considérablement réduits[25].

Si on se place sur le terrain économique cette fois, des travaux publiés dans la revue *Nature Climate Change* montrent qu'un degré de plus dans la variabilité de la température est de nature à entrainer, en moyenne, une réduction de cinq points de pourcentage des taux de croissance régionaux[26].

---

[25] « We reviewed papers published between 1980 and 2014, and found 783 cases of excess human mortality associated with heat from 164 cities in 36 countries. Based on the climatic conditions of those lethal heat events, we identified a global threshold beyond which daily mean surface air temperature and relative humidity become deadly. Around 30% of the world's population is currently exposed to climatic conditions exceeding this deadly threshold for at least 20 days a year. By 2100, this percentage is projected to increase to ~48% under a scenario with drastic reductions of greenhouse gas emissions and ~74% under a scenario of growing emissions. An increasing threat to human life from excess heat now seems almost inevitable, but will be greatly aggravated if greenhouse gases are not considerably reduced. » MORA Camilo, DOUSSET Bénédicte, CALDWELL Iain R. *et al.*, « Global risk of deadly heat », *Nature Clim Change*, 7, 2017, p. 501. « Nous avons examiné des articles publiés entre 1980 et 2014, et trouvé 783 cas de surmortalité humaine associés à la chaleur dans 164 villes de 36 pays. Sur la base des conditions climatiques de ces épisodes de chaleur mortelle, nous avons identifié un seuil global au-delà duquel la température moyenne journalière de l'air en surface et l'humidité relative deviennent mortelles. Environ 30 % de la population mondiale est actuellement exposée à des conditions climatiques dépassant ce seuil mortel pendant au moins 20 jours par an. D'ici 2100, ce pourcentage devrait passer à ~48 % dans un scénario de réduction drastique des émissions de gaz à effet de serre et à ~74 % dans un scénario d'augmentation des émissions. Une menace croissante pour la vie humaine due à l'excès de chaleur semble aujourd'hui presque inévitable, mais elle sera considérablement aggravée si les gaz à effet de serre ne sont pas considérablement réduits. »] (traduction libre)

[26] « Combining observed day-to-day temperature variability with subnational economic data for 1,537 regions worldwide over 40 years in fixed-effects panel models, we find that an extra degree of variability results in a five percentage-point reduction in regional growth rates on average. The impact of day-to-day variability is modulated by seasonal temperature difference and income, resulting in highest vulnerability in low-latitude, low-income regions (12 percentage-point reduction). » KOTZ Maximilian, WENZ Leonie, STECHEMESSER Annika *et al.*, « Day-to-day temperature variability reduces economic growth », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, 2021, p. 1. [« En

Penchons-nous à présent sur la montée des eaux induite par la fonte des glaces. Wallace-Wells écrit que la dernière fois que la planète était 4°C plus chaude, il n'y avait pas de glace aux pôles et le niveau des océans et des mers était 80 mètres plus haut. Pareille augmentation du niveau des eaux placerait des villes comme Barcelone, Lisbonne, Londres, Amsterdam, Copenhague, Stockholm, Berlin, l'intégralité du Bangladesh, Singapour, Jakarta, ou Tokyo sous l'eau. En France, Nantes, Marseille, Angers, Rennes, Caen, Le Havre, Amiens et peut-être même Paris seraient aussi noyées[27]. Si une telle augmentation du niveau des océans demeure bien sûr théorique et temporellement très lointaine, il faut garder en tête que la fonte des glaces dans le monde s'opère à un rythme toujours plus rapide. La calotte glaciaire du Groenland perd de plus en plus de glace en raison de l'augmentation des températures de l'air et des océans. Cette fonte augmente le niveau moyen mondial des mers de 0,7 millimètre par an mais cela pourrait atteindre 2 à 7 millimètres d'ici 2100[28]. Valérie Masson-Delmotte souligne que « le niveau moyen de la mer a monté de 20 centimètres depuis 1900, et que le rythme de montée du niveau de la mer accélère, pour atteindre plus de 3,6 mm/an aujourd'hui »[29]. Jean Jouzel explique que si les glaces du Groenland et de l'Antarctique fondaient complètement, elles provoqueraient une hausse du niveau des océans de 7 mètres pour la première et de 57 mètres pour la seconde[30].

Il semble aussi qu'un autre événement touchant aux océans et ayant une forte capacité à perturber soit à l'œuvre avec ce que les scientifiques appellent le ralentissement de

---

combinant la variabilité quotidienne observée des températures avec des données économiques infranationales pour 1 537 régions du monde sur 40 ans dans des modèles de panel à effets fixes, nous constatons qu'un degré supplémentaire de variabilité entraîne une réduction de cinq points de pourcentage des taux de croissance régionaux en moyenne. L'impact de la variabilité journalière est modulé par la différence de température saisonnière et le revenu, ce qui se traduit par une plus grande vulnérabilité dans les régions à faible latitude et à faible revenu (réduction de 12 points de pourcentage). »] (traduction libre)

[27] voir : www.floodmap.net

[28] ASCHWANDEN Andy, « The worst is yet to come for the Greenland ice sheet », *Nature*, 586, 2020.

[29] MASSON-DELMOTTE Valérie, *Face au changement climatique*, CNRS éditions De vive voix, 2024, p. 27.

[30] JOUZEL Jean et LARROUTUROU Pierre, *Pour éviter le chaos climatique et financier*, Odile Jacob, 2017, p. 41.

la circulation méridienne de retournement de l'Atlantique (AMOC)[31]. Pour le dire plus simplement, le « *Gulf Stream* » s'affaiblit, ce qui est de nature à perturber le climat océanique que connaît l'Europe par exemple.
Enfin, avec la perturbation du cycle de l'eau, les populations seront exposées à des événements pluvieux et secs plus extrêmes[32].

En altérant l'actuelle distribution des ressources hydriques, le changement climatique va provoquer des sécheresses induisant des dégâts dont l'ampleur va être fortement accrue. En l'absence d'action pour lutter contre le réchauffement climatique, le climat pourrait se réchauffer de 4°C d'ici à 2100. Sur la base de ce scénario, une étude estime que les pertes dues aux sécheresses annuelles dans l'Union Européenne et au Royaume-Uni sont amenées à dépasser les 65 milliards d'euros par an, contre 9 milliards aujourd'hui. Ces pertes seront plus fortes dans le sud et l'ouest de l'Europe où elles réduiront les rendements agricoles d'au moins 10%[33].
Une autre étude abonde dans ce sens et montre qu'entre 1964 et 2007 les sécheresses ont réduit la production céréalière de 9 à 10% en raison d'une réduction des surfaces récoltées et des rendements céréaliers[34].

---

[31] BOERS Niklas, « Observation-based early-warning signals for a collapse of the Atlantic Meridional Overturning Circulation », *Nat. Clim. Chang.*, 11, 2021.

[32] WAKE Bronwyn, « More rain, less often », *Nat. Clim. Chang.*, 12, Nature Publishing Group, 2022.

[33] « In Europe, drought damages could strongly increase with global warming and cause a regional imbalance in future drought impacts. In the absence of climate action (4 °C in 2100 and no adaptation), annual drought losses in the European Union and United Kingdom combined are projected to rise to more than €65 billion per year compared with €9 billion per year currently, or two times larger when expressed relative to the size of the economy. Drought losses show the strongest rise in southern and western parts of Europe, where drought conditions at 4 °C could reduce regional agriculture economic output by 10%. »

NAUMANN Gustavo, CAMMALLERI Carmelo, MENTASCHI Lorenzo *et al.*, « Increased economic drought impacts in Europe with anthropogenic warming », *Nat. Clim. Chang.*, 11, Nature Publishing Group, 2021. [« En Europe, les dommages causés par la sécheresse pourraient fortement augmenter avec le réchauffement climatique et entraîner un déséquilibre régional dans les impacts futurs de la sécheresse. En l'absence d'action climatique (4 °C en 2100 et pas d'adaptation), les pertes annuelles dues à la sécheresse dans l'Union européenne et au Royaume-Uni réunis devraient atteindre plus de 65 milliards d'euros par an, contre 9 milliards d'euros par an actuellement, soit deux fois plus si l'on rapporte ce chiffre à la taille de l'économie. Les pertes dues à la sécheresse augmentent le plus fortement dans les parties méridionales et occidentales de l'Europe, où des conditions de sécheresse à 4 °C pourraient réduire de 10 % la production économique de l'agriculture régionale. »] (traduction libre)

[34] « Droughts and extreme heat significantly reduced national cereal production by 9–10%, whereas our analysis could not identify an effect from floods and extreme cold in the national data. Analysing the

L'augmentation de la durée et de l'intensité des sécheresses va accroitre le risque d'incendie faisant payer un prix toujours plus lourd à la biodiversité affectée et faisant même craindre à certains que des écosystèmes fragiles ne s'en relèvent pas[35]. Les dégâts causés aux sociétés humaines sont également de plus en plus importants. Par exemple, les incendies qu'a connue la Californie en 2018 auraient couté 148 milliards de dollars, soit 1,5% du PIB annuel de L'État[36]. Un autre problème lié à l'augmentation des incendies est qu'ils se produisent également toujours plus au nord et la Sibérie par exemple n'a pas été épargnée ces dernières années. Or, dans ces anciennes terres gelées les incendies libèrent des niveaux record de CO2 en partie parce

underlying processes, we find that production losses due to droughts were associated with a reduction in both harvested area and yields, whereas extreme heat mainly decreased cereal yields. Furthermore, the results highlight ~7% greater production damage from more recent droughts and 8–11% more damage in developed countries than in developing ones. » LESK Corey, ROWHANI Pedram et RAMANKUTTY Navin, « Influence of extreme weather disasters on global crop production », *Nature*, 529, 2016. « Les sécheresses et les chaleurs extrêmes ont considérablement réduit la production céréalière nationale de 9 à 10 %, alors que notre analyse n'a pas permis d'identifier un effet des inondations et des froids extrêmes dans les données nationales. En analysant les processus sous-jacents, nous constatons que les pertes de production dues aux sécheresses ont été associées à une réduction des surfaces récoltées et des rendements, tandis que les chaleurs extrêmes ont principalement diminué les rendements céréaliers. En outre, les résultats mettent en évidence des dommages à la production d'environ 7 % plus importants dus aux sécheresses les plus récentes et de 8 à 11 % plus importants dans les pays développés que dans les pays en voie de développement. » (traduction libre)

[35] MEGA Emiliano Rodríguez, « 'Apocalyptic' fires are ravaging the world's largest tropical wetland », *Nature*, 586, Nature Publishing Group, 2020.

[36] « We use a combination of physical, epidemiological and economic models to estimate the economic impacts of California wildfires in 2018, including the value of destroyed and damaged capital, the health costs related to air pollution exposure and indirect losses due to broader economic disruption cascading along with regional and national supply chains. Our estimation shows that wildfire damages in 2018 totalled $148.5 (126.1–192.9) billion (roughly 1.5% of California's annual gross domestic product), with $27.7 billion (19%) in capital losses, $32.2 billion (22%) in health costs and $88.6 billion (59%) in indirect losses (all values in US$). » WANG Daoping, GUAN Dabo, ZHU Shupeng *et al.*, « Economic footprint of California wildfires in 2018 », *Nature Sustainability*, 4, Nature Publishing Group, 2021, p. 252. [« Nous utilisons une combinaison de modèles physiques, épidémiologiques et économiques pour estimer les impacts économiques des incendies de forêt en Californie en 2018, y compris la valeur du capital détruit et endommagé, les coûts de santé liés à l'exposition à la pollution de l'air et les pertes indirectes dues à une perturbation économique plus large en cascade le long des chaînes d'approvisionnement régionales et nationales. Notre estimation montre que les dommages causés par les incendies de forêt en 2018 ont totalisé 148,5 (126,1-192,9) milliards de dollars (environ 1,5 % du produit intérieur brut annuel de la Californie), avec 27,7 milliards de dollars (19 %) de pertes en capital, 32,2 milliards de dollars (22 %) de coûts de santé et 88,6 milliards de dollars (59 %) de pertes indirectes (toutes les valeurs sont en dollars américains). »] (traduction libre)

qu'ils brûlent d'anciennes tourbières qui constituaient des puits de carbone. En effet, les tourbières sont les écosystèmes les plus denses en carbone sur Terre[37].

On pourrait continuer ce portrait encore longtemps mais il nous semble que les éléments qui précèdent sont suffisamment éloquents pour illustrer l'idée de Wallace-Wells selon laquelle le changement climatique conduit à un état du monde qui n'a plus rien à voir avec le monde que nous connaissons et dont, à mesure que nous en dessinons les contours, l'avenir se révèle plus hostile à l'homme et au vivant. C'est ce que l'on va voir dans la partie qui suit.

2- Le vivant terrestre dans une planète au climat modifié

Le changement climatique est porteur de grands bouleversements pour le vivant de la planète. Par exemple, on sait que les mers et océans ont absorbé environ 30% des émissions anthropiques de CO2. Cette absorption est salutaire car elle ralentit l'augmentation de l'effet de serre, mais le CO2 a pour effet d'acidifier les eaux faisant diminuer les ions carbonate nécessaires aux récifs coralliens par exemple[38]. Plus généralement, l'évolution du climat est trop rapide pour que la faune et la flore sauvage puissent s'y adapter ce qui contribue à l'effondrement de la biodiversité documenté par l'IPBES et le rapport Dasgupta évoqué ci-dessus. En effet, on sait qu'en temps normal, le taux d'extinction des espèces est compris entre 0,1 et 1 extinction par an pour un million d'espèces. Aujourd'hui ce taux se situerait à 48 espèces pour un million d'espèces, soit un taux entre 48 et 480 fois plus important que le taux normal[39].

---

[37] WITZE Alexandra, « The Arctic is burning like never before — and that's bad news for climate change », *Nature*, 585, Nature Publishing Group, 2020.

[38] JOUZEL Jean et LARROUTUROU Pierre, *Pour éviter le chaos climatique et financier*, Odile Jacob, 2017, p. 44.

[39] « L'étude des fossiles marins permet d'estimer que, hors crise d'extinction, la durée de vie moyenne d'une espèce varie de 1 à 10 millions d'années : ce qui revient à dire que le taux d'extinction des espèces marines est de 0,1 à 1 extinction par an pour un million d'espèces. Pour les mammifères, les chiffres sont du même ordre de grandeur. (…) Qu'en est-il à présent des extinctions d'espèces depuis les débuts de l'Anthropocène ? Les données les mieux documentées concernent les mammifères, les oiseaux et les amphibiens, soit environ 21 000 espèces parmi lesquelles environ 100 ont assurément disparu, soit un taux d'extinction de 48 espèces par an pour un million d'espèces. Ce taux donc 48 à

Des scientifiques ont d'ailleurs montré que parmi les espèces sauvages menacées, celles dont la population a diminué en raison de l'exploitation et de la perte d'habitat partagent plus de virus avec l'homme[40]. En effet, l'exploitation de la faune sauvage et la dégradation des habitats ont augmenté les interactions entre animaux et hommes, facilitant la transmission de virus[41]. On sait aussi que le réchauffement climatique contribue à étendre l'aire de distribution de certains parasites, entrainant des effets néfastes pour la végétation, les animaux et l'homme. Par exemple, la fièvre jaune, la dengue, le paludisme ou le chikungunya sont des maladies à transmission vectorielle, c'est à dire qu'elles vont passer par des moustiques, tiques ou autres puces et ce sont ces derniers qui opèrent dans des zones toujours plus larges à mesure que le réchauffement du climat étend les zones où le climat leur est favorable[42]. En effet, le

480 fois plus important que le taux d'extinction de l'Holocène. » BOUTAUD Aurélien et GONDRAN Natasha, *Les limites planétaires*, la Découverte, 2020, p. 75.

[40] TOLLEFSON Jeff, « Why deforestation and extinctions make pandemics more likely », *Nature*, 584, Nature Publishing Group, 2020.

[41] « Among threatened wildlife species, those with population reductions owing to exploitation and loss of habitat shared more viruses with humans. Exploitation of wildlife through hunting and trade facilitates close contact between wildlife and humans, and our findings provide further evidence that exploitation, as well as anthropogenic activities that have caused losses in wildlife habitat quality, have increased opportunities for animal-human interactions and facilitated zoonotic disease transmission. » JOHNSON Christine K., HITCHENS Peta L., PANDIT Pranav S. *et al.*, « Global shifts in mammalian population trends reveal key predictors of virus spillover risk », *Proceedings of the Royal Society B: Biological Sciences*, 287, Royal Society, 2020, p.1. [« Parmi les espèces sauvages menacées, celles dont la population a diminué en raison de l'exploitation et de la perte d'habitat partagent davantage de virus avec l'homme. L'exploitation de la faune par la chasse et le commerce facilite les contacts étroits entre la faune et l'homme, et nos résultats apportent une preuve supplémentaire que l'exploitation, ainsi que les activités anthropogéniques qui ont entraîné une perte de qualité de l'habitat de la faune, ont augmenté les possibilités d'interactions entre l'animal et l'homme et facilité la transmission de maladies zoonotiques. »] (traduction libre)

[42] « Vector-borne diseases remain a major contributor to the global burden of disease, while climate change is expected to exacerbate their risk. Characterising vector development rate and its spatio-temporal variation under climate change is central to assessing the changing basis of human disease risk. (…) Results suggest that the world became ~1.5% more suitable per decade for the development of *Ae. aegypti* during 1950–2000, while this trend is predicted to accelerate to 3.2–4.4% per decade by 2050. Invasion fronts in North America and China are projected to accelerate from ~2 to 6 km/yr by 2050. » IWAMURA Takuya, GUZMAN-HOLST Adriana et MURRAY Kris A., « Accelerating invasion potential of disease vector Aedes aegypti under climate change », *Nature Communications*, 11, Nature Publishing Group, 2020 [en ligne], [consulté le 9 mai 2020]. [« Les maladies à transmission vectorielle restent un facteur important du taux de mortalité mondiale, alors que le changement climatique devrait exacerber leur risque. La caractérisation du taux de développement des « vecteurs » et de sa variation spatio-temporelle dans le cadre du changement climatique est essentielle pour évaluer la base changeante du risque de maladie humaine. (...) Les résultats suggèrent que le monde est devenu ~1,5 % plus propice par décennie au développement de l'*Ae. aegypti* au cours de la période 1950-2000, alors que cette tendance devrait s'accélérer pour atteindre 3,2-4,4 % par décennie d'ici 2050. Les fronts

climat de type tropical sous lesquels ces moustiques vivent habituellement se déplace vers les pôles, incluant des zones de plus en plus peuplées. La malaria, par exemple, est une maladie tropicale qui pourra concerner 3,6 milliards de personnes dès 2030, dont 100 millions en raison du changement climatique[43]. En Europe les tiques qui transmettent la maladie de Lyme ont pu migrer vers des latitudes et des altitudes plus élevées en raison du changement climatique[44]. Une étude estime que les moustiques porteurs de la dengue, de la fièvre jaune et de Zika pourraient opérer dans le sud de l'Europe d'ici 10 ans en raison du changement climatique[45].

Le dégel du pergélisol, c'est à dire des sols gelés par endroit depuis des milliers d'années, va libérer des virus et des bactéries qui en sont prisonniers parfois depuis si longtemps que l'espèce humaine pourrait ne les avoir jamais rencontrés. Ce qui signifie pour Wallace-Wells que nos systèmes immunitaires n'auraient aucune idée de la façon

---

d'invasion en Amérique du Nord et en Chine devraient s'accélérer de ~2 à 6 km/an d'ici 2050. »] (traduction libre)

[43] WALLACE-WELLS David, *The Uninhabitable Earth.*, Penguin Books, 2019, p. 112. SUH Eunho, GROSSMAN Marissa K., WAITE Jessica L. *et al.*, « The influence of feeding behaviour and temperature on the capacity of mosquitoes to transmit malaria », *Nature Ecology & Evolution*, 4, Nature Publishing Group, 2020.

[44] JOUZEL Jean et LARROUTUROU Pierre, *Pour éviter le chaos climatique et financier*, Odile Jacob, 2017, p. 48.

[45] « Many insect-borne diseases, including dengue, zika, yellow fever and chikungunya, are expanding their ranges, causing widespread and repeated outbreaks. The main carrier of these diseases is the *Aedes aegypti* mosquito. (…) The results suggest that between 1950-2000, the world became 1.5% per decade 'more suitable' for *A. aegypti*. Future predictions show this could increase to 3.2% per decade for the emissions-control scenario and 4.4% per decade for the business as usual scenario by 2050. Under the business as usual scenario, invasion frontiers of *A. aegypti* in China and the USA will advance by around six kilometres per year by 2050, representing a 3.5 times faster advance than historical figures. In Europe, the advancement means parts of Spain, Portugal, Greece and Turkey are predicted to experience sustained suitability for *A. aegypti* by 2030. » DUNNING Hayley, « Disease-carrying mosquitoes could be common in Europe by 2030 | Imperial News | Imperial College London », sur *Imperial News* [en ligne], [consulté le 9 mai 2020]. [« De nombreuses maladies transmises par les insectes, dont la dengue, le zika, la fièvre jaune et le chikungunya, étendent leur aire de répartition et provoquent des épidémies étendues et répétées. Le principal vecteur de ces maladies est le moustique *Aedes aegypti*. (...) Les résultats suggèrent qu'entre 1950 et 2000, le monde est devenu 1,5 % par décennie "plus propice" à A. aegypti. Les prévisions futures montrent que cette augmentation pourrait atteindre 3,2 % par décennie dans le cas du scénario de contrôle des émissions et 4,4 % par décennie dans le cas du scénario de maintien du statu quo d'ici à 2050. Selon le scénario du statu quo, les frontières de l'invasion d'*A. aegypti* en Chine et aux États-Unis progresseront d'environ six kilomètres par an d'ici à 2050, soit une progression 3,5 fois plus rapide que les chiffres historiques. En Europe, cette progression signifie que certaines parties de l'Espagne, du Portugal, de la Grèce et de la Turquie devraient être durablement propices à *A. aegypti* d'ici à 2030. »] (traduction libre)

de se défendre face à ces virus[46]. Ce risque est d'ailleurs pris très au sérieux par l'armée américaine[47] et l'expérience récente de la COVID illustre le potentiel bouleversement d'une pandémie sur nos sociétés.

On a vu que le changement climatique et les sécheresses induites augmentaient sensiblement les incendies et feux de forêts. Cependant, il apparaît aussi que les forêts du monde souffrent de la vitesse à laquelle le réchauffement se produit et que les perturbations du cycle de l'eau provoquent une augmentation de la mortalité des arbres. Une étude publiée dans la revue Science conclue que la plupart des arbres vivants aujourd'hui ne seront pas en mesure de survivre dans le climat prévu dans 40 ans[48]. Le dépérissement des forêts est d'autant plus préoccupant que les arbres contribuent à stocker du carbone et que planter des arbres fait partie des outils de stockage du carbone que l'on veut mettre en place pour ralentir le réchauffement climatique[49].

Là encore les exemples de déstabilisation que le changement climatique va provoquer sur le vivant pourraient être multipliés, mais il nous paraît suffisant d'en rester là pour appuyer l'idée que ce processus va bouleverser la vie sur terre. À cet égard, dans la partie qui va suivre nous allons nous intéresser plus précisément aux répercussions du changement climatique pour l'homme.

---

[46] WALLACE-WELLS David, *op. cit.*, p. 109.

[47] COLONEL BROSING Max, COLONEL FRAWLEY Parker, HILL Andrew *et al.*, « Implications of Climate Change for the U.S. Army », United States Army War College, [en ligne], [consulté le 4 septembre 2020].

[48] BERWYN Bob, « 'We Need to Hear These Poor Trees Scream' », sur *InsideClimate News* [en ligne], publié le 25 avril 2020, [consulté le 30 avril 2020].

[49] COOK-PATTON Susan C., SHOCH David et ELLIS Peter W., « Dynamic global monitoring needed to use restoration of forest cover as a climate solution », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, 2021 PALMER Lisa, « How trees and forests reduce risks from climate change », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, 2021.

II- Les conséquences du réchauffement climatique et de ses effets sur les sociétés humaines

Contrairement à ce que certains, trop nombreux encore, pensent, le réchauffement climatique n'épargne pas et n'épargnera pas les sociétés humaines. Au regard des retombées directes que l'on a déjà évoquées ci-dessus comme l'augmentation des épidémies, la baisse des rendements agricoles, l'augmentation de la fréquence et de l'intensité des vagues de chaleur, des sécheresses et incendies ainsi que la montée des eaux, les sociétés humaines où qu'elles se trouvent sur le globe verront leurs conditions de vie affectées. Cependant, en plus de ces incidences directes, le réchauffement climatique va enclencher des réactions en chaîne qui auront elles aussi de profonds impacts sur la vie des femmes et des hommes où qu'ils soient dans le monde. Multiples et difficilement appréhendables de façon exhaustive, nous nous contenterons ici de nous pencher brièvement sur les mouvements de population induits par le réchauffement climatique et leurs possibles conséquences géopolitiques (A) puis nous étudierons les conséquences économiques du réchauffement climatique (B).

A) Mouvements de populations, réfugiés climatiques et tensions géopolitiques

Il apparaît aujourd'hui que les sécheresses et vagues de chaleur évoquées ci-dessus vont rendre des parties du globe inhabitables et vont faire diminuer les rendements agricoles au point que des populations entières seront obligées de se déplacer pour trouver un climat supportable. Aurélien Boutaud et Natacha Gondran expliquent qu'en 2018 les catastrophes météorologiques ont conduit au déplacement de 16 millions de personnes dans le monde, soit plus que les conflits[50]. Or, l'on sait que ces catastrophes vont se multiplier et voir leur gravité s'accroître. Ce qui explique que la Banque Mondiale estime que ce n'est pas moins de 140 millions de personnes qui

[50] « Même si la part imputable au changement climatique est difficile à évaluer, l'Internal Displacement Monitoring Center estime d'ores et déjà qu'environ 16 millions de personnes ont été déplacées dans le courant de l'année 2018 consécutivement à des catastrophes météorologiques, soit davantage qu'à cause de conflits. » BOUTAUD Aurélien et GONDRAN Natasha, *Les limites planétaires*, la Découverte, 2020, p. 47.

seront amenées à migrer en raison du changement climatique[51]. L'ONU avance des projections plus sombres avec 200 millions de réfugiés climatiques d'ici à 2050[52].

On peut faire l'hypothèse ici que des mouvements de population aussi massifs vont avoir des répercussions géopolitiques majeures. Plusieurs études expliquent par exemple que le conflit syrien démarré en 2011 est le résultat d'un processus déclenché par la sécheresse extrême qu'a connue la Syrie avant sa guerre civile. Sécheresse qui serait le résultat du changement climatique. Or, cette sécheresse a à son tour entraîné une migration à grande échelle ; migration qui a exacerbé les tensions socio-économiques qui ont sous-tendu l'entrée en guerre de la Syrie[53]. Cette thèse a aussi

[51] « This report, which focuses on three regions—Sub-Saharan Africa, South Asia, and Latin America that together represent 55 percent of the developing world's population—finds that climate change will push tens of millions of people to migrate within their countries by 2050. It projects that without concrete climate and development action, just over 143 million people—or around 2.8 percent of the population of these three regions—could be forced to move within their own countries to escape the slow-onset impacts of climate change. » RIGAUD Kanta Kumari, ALEX de Sherbinin, BRYAN Jones *et al.*, « Groundswell : Preparing for internal climate migration », World Bank, 2018, p. xix. [« Ce rapport, qui se concentre sur trois régions - l'Afrique subsaharienne, l'Asie du Sud et l'Amérique latine, qui représentent ensemble 55 % de la population du monde en développement - montre que le changement climatique poussera des dizaines de millions de personnes à migrer à l'intérieur de leur pays d'ici à 2050. Il estime qu'en l'absence de mesures concrètes en matière de climat et de développement, un peu plus de 143 millions de personnes, soit environ 2,8 % de la population de ces trois régions, pourraient être contraintes de migrer à l'intérieur de leur propre pays pour échapper aux effets du changement climatique, qui se font lentement sentir. »] (traduction libre)

[52] WALLACE-WELLS David, *The Uninhabitable Earth.*, Penguin Books, 2019, p. 9.

[53] « There is evidence that the 2007−2010 drought contributed to the conflict in Syria. It was the worst drought in the instrumental record, causing widespread crop failure and a mass migration of farming families to urban centers. Century-long observed trends in precipitation, temperature, and sea-level pressure, supported by climate model results, strongly suggest that anthropogenic forcing has increased the probability of severe and persistent droughts in this region, and made the occurrence of a 3-year drought as severe as that of 2007−2010 2 to 3 times more likely than by natural variability alone. We conclude that human influences on the climate system are implicated in the current Syrian conflict. » KELLEY Colin P., MOHTADI Shahrzad, CANE Mark A. *et al.*, « Climate change in the Fertile Crescent and implications of the recent Syrian drought », *PNAS*, 112, National Academy of Sciences, 2015, p. 3241. [« Il est prouvé que la sécheresse de 2007-2010 a contribué au conflit en Syrie. Il s'agit de la pire sécheresse jamais enregistrée, qui a entraîné une perte généralisée des récoltes et une migration massive des familles d'agriculteurs vers les centres urbains. Les tendances observées depuis un siècle en matière de précipitations, de température et de pression au niveau de la mer, étayées par les résultats des modèles climatiques, suggèrent fortement que le forçage anthropique a augmenté la probabilité de sécheresses graves et persistantes dans cette région, et a rendu l'occurrence d'une sécheresse triennale aussi grave que celle de 2007-2010 2 à 3 fois plus probable que par le seul jeu de la variabilité naturelle. Nous concluons que les influences humaines sur le système climatique sont impliquées dans le conflit syrien actuel. »] (traduction libre)

trouvé des détracteurs[54] et doit être manipulée avec précaution[55] mais il semble que si l'on élargit le périmètre d'étude l'on puisse bien établir une corrélation entre réchauffement climatique et conflits armés. En effet, en exploitant les données des demandeurs d'asile de 157 pays pour la période 2006-2015 une équipe de scientifiques a montré que les conditions climatiques, en affectant la sévérité des sécheresses et la probabilité d'un conflit armé, ont joué un rôle significatif en tant que facteur explicatif de la demande d'asile[56].

À cela on peut ajouter que si le débit des rivières diminue avec le changement climatique et que les extractions en amont restent les mêmes ou augmentent, il existe un risque de conflit entre pays partageant un même cours d'eau. En effet, de nombreuses nations se partagent des bassins hydrographiques sans avoir mis en place de gestion coopérative[57]. L'Inde et le Pakistan à propos de l'Indus ou l'Egypte et

---

[54] « There is no clear and reliable evidence that anthropogenic climate change was a factor in Syria's pre-civil war drought; that this drought did not cause anywhere near the scale of migration that is often alleged; and that there exists no solid evidence that drought migration pressures in Syria contributed to civil war onset. » SELBY Jan, DAHI Omar S., FRÖHLICH Christiane *et al.*, « Climate change and the Syrian civil war revisited », *Political Geography*, 60, 2017, p. 232. [« Il n'existe aucune preuve claire et fiable que le changement climatique anthropique a joué un rôle dans la sécheresse qui a sévi en Syrie avant la guerre civile, que cette sécheresse n'a pas provoqué l'ampleur des migrations souvent alléguée et qu'il n'existe aucune preuve solide que les pressions migratoires dues à la sécheresse en Syrie ont contribué à l'éclatement de la guerre civile. »] (traduction libre)

[55] Il semble que le changement climatique est un facteur qui a amplifié l'impact de l'idéologie et des politiques hydriques et agricoles insoutenables mise en place par le régime syrien : « les politiques gouvernementales mises en place par le régime baasiste en matière de sécurité alimentaire et d'agriculture ont exacerbé l'impact des grandes sécheresses. » Pour Adrien Estève la vulnérabilité climatique de la Syrie peut s'explique surtout par des variables politiques, et donc une analyse purement environnementale des causes de conflit est réducteur, et conduit à déresponsabiliser le régime syrien. ESTÈVE Adrien, *Géopolitique de l'environnement*, Que sais-je ?, 2024, p24. Voir aussi, DAOUDY Marwa, *The Origins of the Syrian Conflict : Climate Change and Human Security*, Cambridge University Press, 2000.

[56] ABEL Guy J., BROTTRAGER Michael, CRESPO CUARESMA Jesus *et al.*, « Climate, conflict and forced migration », *Global Environmental Change*, 54, 2019.

[57] « While within-country water conflicts have been considered and identified as climate change risk, international conflict has received less attention. Globally, many nations share river catchments, and these may not be covered by an agreed cooperative management framework. Conflict between nations over water could trigger secondary engagement from additional nations in an attempt to resolve the conflict. (…) If river flows reduce with climate change, and upstream extractions remain the same or upstream nations divert additional flow for their own benefit, there is the potential for conflict between Pakistan and India, as well as conflict within Pakistan. » WAKE Bronwyn, « Water wars », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, 2021 BERNAUER Thomas et BÖHMELT Tobias, « International conflict and cooperation over freshwater resources », *Nature Sustainability*, 3, Nature Publishing Group, 2020, p. 84. [« Si les conflits liés à l'eau à l'intérieur d'un pays ont été considérés et identifiés comme un risque lié au changement climatique, les conflits internationaux ont reçu moins

l'Ethiopie à propos du Nil sont deux exemples de pays pour lesquels il existe déjà des tensions autour du partage de l'eau.

B) Conséquences économiques

Aux conséquences migratoires importantes et au risque de conflit exacerbé résultant du réchauffement climatique il faut ajouter que l'économie va être touchée de plein fouet par ce processus. Par exemple, des travaux conduits par Marshall Burke parviennent à estimer que dans un pays qui est déjà relativement chaud, chaque degré Celsius de réchauffement réduit la croissance, en moyenne, d'environ un point de pourcentage, entrainant une perte de 23 % du revenu par habitant au niveau mondial d'ici la fin du siècle[58]. Dans une autre étude, ils estiment que si l'accord de Paris est respecté et que le réchauffement est maintenu entre 2,5 et 3 degrés, cela diminuerait à l'échelle mondiale la production économique par habitant d'ici la fin du siècle de 15 à 25 % par rapport à un monde sans réchauffement. Un réchauffement de quatre degrés, c'est à dire ce vers quoi l'on se dirige actuellement au regard de nos présentes émissions, réduirait la production économique de 30 % ou plus[59].

---

d'attention. À l'échelle mondiale, de nombreuses nations partagent des bassins hydrographiques, qui ne sont pas nécessairement couverts par un cadre de gestion coopérative convenu. (...) Si le débit des rivières diminue avec le changement climatique et que les extractions en amont restent les mêmes ou que les nations en amont détournent le débit supplémentaire à leur profit, il existe un potentiel de conflit entre le Pakistan et l'Inde, ainsi qu'à l'intérieur du Pakistan. »] (traduction libre)

[58] « Overall economic productivity is non-linear in temperature for all countries, with productivity peaking at an annual average temperature of 13 °C and declining strongly at higher temperatures. The relationship is globally generalizable, unchanged since 1960, and apparent for agricultural and non-agricultural activity in both rich and poor countries. (…) If future adaptation mimics past adaptation, unmitigated warming is expected to reshape the global economy by reducing average global incomes roughly 23% by 2100 and widening global income inequality, relative to scenarios without climate change. » BURKE Marshall, HSIANG Solomon M. et MIGUEL Edward, « Global non-linear effect of temperature on economic production », *Nature*, 527, Nature Publishing Group, 2015 p. 235. [« La productivité économique globale n'est pas linéaire en fonction de la température pour tous les pays, la productivité atteignant son maximum à une température annuelle moyenne de 13 °C et diminuant fortement à des températures plus élevées. La relation est généralisable à l'échelle mondiale, inchangée depuis 1960, et apparente pour l'activité agricole et non agricole dans les pays riches comme dans les pays pauvres. (…) Si l'adaptation future imite l'adaptation passée, un réchauffement non atténué devrait remodeler l'économie mondiale en réduisant les revenus mondiaux moyens d'environ 23 % d'ici à 2100 et en creusant l'inégalité des revenus au niveau mondial, par rapport à des scénarios sans changement climatique. »] (traduction libre)

[59] « Relative to a world that did not warm beyond 2000–2010 levels, we project 15%–25% reductions in per capita output by 2100 for the 2.5–3 °C of global warming implied by current national

Cette approche économique du réchauffement climatique a notamment émergé en 2006/2007 avec la publication du rapport de Nicholas Stern qui mettait en avant les impacts du changement climatique sous un angle économique en soulignant que le coût de l'inaction vis-à-vis du changement climatique s'élèverait entre 5% et 20% du PIB alors que le coût de l'action visant à opérer une transition énergétique notamment ne représenterait que 1%[60].

Comme l'explique Laurence Scialom « la nature systémique des risques financiers climatiques est protéiforme »[61]. Pour appréhender plus précisément la nature des conséquences, économiques induites par le réchauffement climatique et ses conséquences il nous semble pertinent d'utiliser le triptyque de Marc Carney. Le 29 septembre 2015, Mark Carney, alors Gouverneur de la Banque d'Angleterre, prononçait ce qui deviendra l'un des discours les plus célèbres dans le domaine de la finance durable[62]. Dans son discours, Carney souligne les dangers que le changement

---

commitments, and reductions of more than 30% for 4 °C warming. Our results therefore suggest that achieving the 1.5 °C target is likely to reduce aggregate damages and lessen global inequality, and that failing to meet the 2 °C target is likely to increase economic damages substantially. » BURKE Marshall, DAVIS W. Matthew et DIFFENBAUGH Noah S., « Large potential reduction in economic damages under UN mitigation targets », *Nature*, 557, Nature Publishing Group, 2018, p. 549. [« Par rapport à un monde qui ne se réchaufferait pas au-delà des niveaux de 2000-2010, nous prévoyons des réductions de 15 à 25 % de la production par habitant d'ici à 2100 pour les 2,5 à 3°C de réchauffement climatique impliqués par les engagements nationaux actuels, et des réductions de plus de 30 % pour les 4°C de réchauffement. Nos résultats suggèrent donc que la réalisation de l'objectif de 1,5°C est susceptible de réduire les dommages globaux et d'atténuer les inégalités mondiales, et que la non-réalisation de l'objectif de 2°C est susceptible d'accroître considérablement les dommages économiques. »] (traduction libre)

[60] STERN Nicholas, « Costs of Climate Change in Developed Countries », in *The Economics of Climate Change: The Stern Review*, Cambridge University Press, 2007.

[61] SCIALOM Laurence, « Les banques centrales au défi de la transition écologique : Éloge de la plasticité », *Revue économique*, 73, p. 227.

[62] « There are three broad channels through which climate change can affect financial stability:

- First, physical risks: the impacts today on insurance liabilities and the value of financial assets that arise from climate- and weather-related events, such as floods and storms that damage property or disrupt trade;

- Second, liability risks: the impacts that could arise tomorrow if parties who have suffered loss or damage from the effects of climate change seek compensation from those they hold responsible. Such claims could come decades in the future, but have the potential to hit carbon extractors and emitters – and, if they have liability cover, their insurers – the hardest;

- Finally, transition risks: the financial risks which could result from the process of adjustment towards a lower-carbon economy. Changes in policy, technology and physical risks could prompt a reassessment

climatique fait peser sur le système financier et les classe en trois types de risques : les risques physiques (1), les risques de transition (2), et les risques de responsabilité ou risques juridiques (3). Nous allons, voir dans ce qui va suivre ce que recouvrent ces catégories.

1- Risques physiques

Ce que Carney désigne par « risques physiques » renvoie à ce qui découle directement d'événements climatiques extrêmes (incendies, inondations, cyclones, etc.) provoquant des dommages sur les biens ou perturbant le commerce et *in fine* impactant les assureurs et la valeur des actifs financiers. On a vu ci-dessus que les phénomènes climatiques susceptibles de provoquer des risques physiques sont amenés à voir leurs intensités et leurs fréquences accrues à mesure que le climat se réchauffera et on observe déjà qu'ils peuvent avoir des effets dramatiques à très court terme. En l'espèce, Laurence Scialom explique que « les risques physiques concernent la destruction de stocks d'actifs (feux de forêt, inondations, cyclones, montée des océans…), la baisse de profitabilité d'entreprises exposées et/ou la détérioration de flux de revenus (impact sur le tourisme, sur la pêche, sur les récoltes ou sur les revenus des travailleurs des zones concernées, etc.) »[63]. Elle ajoute que ce risque, en provoquant

---

of the value of a large range of assets as costs and opportunities become apparent. » CARNEY Mark, « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - Speech given at Lloyd's of London. », 2015 [en ligne], [consulté le 10 mai 2023]. [« Le changement climatique peut affecter la stabilité financière de trois manières :

- Premièrement, les risques physiques : les impacts actuels sur les engagements d'assurance et la valeur des actifs financiers qui découlent des événements liés au climat et aux conditions météorologiques, tels que les inondations et les tempêtes qui endommagent les biens ou perturbent le commerce ;

- Deuxièmement, les risques de responsabilité : les conséquences qui pourraient survenir demain si les parties qui ont subi des pertes ou des dommages dus aux effets du changement climatique cherchent à obtenir une compensation de la part de ceux qu'elles considèrent comme responsables. Ces demandes d'indemnisation pourraient intervenir dans plusieurs décennies, mais ce sont les extracteurs et les émetteurs de carbone - et, s'ils sont couverts par une assurance, leurs assureurs - qui risquent d'être les plus durement touchés ;

- Enfin, les risques de transition : les risques financiers qui pourraient résulter du processus d'ajustement vers une économie à plus faible intensité de carbone. L'évolution des politiques, de la technologie et des risques physiques pourrait entraîner une réévaluation de la valeur d'un large éventail d'actifs à mesure que les coûts et les opportunités deviennent apparents. »] (traduction libre)

[63] SCIALOM Laurence, *op. cit.*, p. 227.

des pertes cumulatives chez les assureurs, les créanciers et investisseurs bancaires, fait peser un risque sur la stabilité financière.

L'augmentation de la fréquence et de l'intensité des catastrophes climatiques fait aussi peser un risque sur les assureurs. C'est d'ailleurs à des assureurs que Carney s'adressait lors de son discours, soulignant que les risques extrêmes d'aujourd'hui seront la norme catastrophique de demain. Adam Tooze fait remarquer que depuis 1980 l'ampleur des pertes d'assurances liées à la météo a été multipliée par cinq pour atteindre 55 milliards de dollars par an et que les pertes non assurées sont deux fois plus importantes[64]. Daniela Gabor avance elle que les coûts des catastrophes naturelles pour l'économie ont augmenté pour passer de 40 milliards dans les années 80 à 200 milliards trente ans plus tard. Munich Re, la société de réassurance, estime qu'en 2021, les catastrophes naturelles (principalement les catastrophes climatiques d'origine humaine) ont causé 280 milliards de dollars de pertes contre 210 milliards en 2020 et 166 milliards en 2019[65].

---

[64] « The business is profitable so long as the risks remain within familiar limits and largely uncorrelated with each other. But that is precisely what climate change has called into question. As Carney put it in 2015, as a result of climate change, "the tail risks of today" will be "the catastrophic norms of the future." Since the 1980s, the scale of weather-related insurance losses has risen fivefold to about $55 billion a year. Uninsured losses are twice as much again. » TOOZE Adam, « Why Central Banks need to step up on Global Warming », *Foreign Policy*, 2019, [en ligne], [consulté le 2 février 2024]. [« L'activité est rentable tant que les risques restent dans les limites connues et ne sont pas corrélés entre eux. Or, c'est précisément ce que le changement climatique a remis en question. Comme l'a déclaré M. Carney en 2015, en raison du changement climatique, "les risques secondaires d'aujourd'hui" deviendront "les normes catastrophiques de l'avenir". Depuis les années 1980, l'ampleur des pertes d'assurance liées aux conditions météorologiques a été multipliée par cinq pour atteindre environ 55 milliards de dollars par an. Les pertes non assurées sont encore deux fois plus importantes. »] (traduction libre)

[65] « The economic cost of climate inaction is increasing, too., Munich Re estimates that in 2021, natural disasters – primarily human-made climate disasters – caused losses of $280 billion, up from $210 billion in 2020 and $166 billion in 2019. Those living in the worst-affected regions face an increasing risk of uninsurability. In Australia, one in 25 homes will be uninsurable by 2030, while 60% of corporate risk managers believe the impacts of the climate crisis will continue to make certain geographies uninsurable.» REUTER HAPGOOD Harriet et BOSSHARD Peter, « 2022 Scorecard on Insurance, Fossil Fuels and the Climate Emergency », Insure Our Future, 2022, p. 6. [« Le coût économique de l'inaction climatique augmente également, Munich Re estime qu'en 2021, les catastrophes naturelles - principalement les catastrophes climatiques d'origine humaine - ont causé des pertes de 280 milliards de dollars, contre 210 milliards de dollars en 2020 et 166 milliards de dollars en 2019. Les personnes vivant dans les régions les plus touchées sont confrontées à un risque croissant de non-assurabilité. En Australie, une maison sur 25 sera inassurable d'ici 2030, tandis que 60 % des gestionnaires de risques d'entreprise pensent que les impacts de la crise climatique continueront à rendre certaines zones géographiques inassurables. »] (traduction libre)

Dès lors, Tooze s'interroge quant à savoir qui supportera le prix de l'augmentation des catastrophes, les assureurs et leurs actionnaires ou les assurés qui devront payer une couverture à des prix bien plus élevés ? Une issue étant qu'un nombre croissant d'acteurs ne puisse tout simplement pas s'assurer. L'auteur de rappeler que le PDG d'AXA avait dit qu'un monde à plus 2°C est encore assurable mais qu'un monde à plus 4°C ne l'est pas[66]. Un rapport de l'ONG *Insure Our Future* de 2022 explique que les personnes les plus touchées sont confrontées à un risque croissant d'inassurabilité. Ce rapport souligne aussi le rôle déterminant des assureurs dans la lutte contre le réchauffement climatique, car sans assurance, la plupart des nouveaux projets de combustibles fossiles ne seraient pas possible et les projets existants devraient être fermés[67]. Les auteurs du rapport expliquent que seuls 14 des grands assureurs se sont engagés à supprimer progressivement la couverture qu'ils offrent aux exploitations de charbon et que la plupart des grands assureurs continuent d'assurer de nouveaux projets pétroliers et gaziers.

On comprend donc que l'ampleur de la menace nous contraint d'agir pour limiter le réchauffement climatique, cependant les politiques de limitation des émissions de CO2 qui seront mises en place sont de nature à générer ce que l'on appelle « le risque de transition ».

---

[66] TOOZE Adam, *op. cit.*

[67] « Insurance companies play a crucial role in facilitating this madness. Without insurance, most new fossil fuel projects cannot proceed and existing ones must close. Insurers are keenly aware of the climate risks we're facing – next year marks the 50th anniversary of the industry's first warning about them. But even after five decades of warning, many insurance companies are still underwriting the expansion of fossil fuel production. (…) However, only 14 of the 41 insurers have committed to phase out cover for existing coal operations, and too many still underwrite the operations of coal companies that are not aligned with a pathway to limit global warming to 1.5°C. » REUTER HAPGOOD Harriet et BOSSHARD Peter, *op. cit.* [« Les compagnies d'assurance jouent un rôle crucial en facilitant cette folie. Sans assurance, la plupart des nouveaux projets d'exploitation de combustibles fossiles ne peuvent être mis en œuvre et les projets existants doivent être abandonnés. Les assureurs sont parfaitement conscients des risques climatiques auxquels nous sommes confrontés - l'année prochaine marquera le 50e anniversaire de la première mise en garde du secteur à ce sujet. Mais même après cinq décennies d'avertissement, de nombreuses compagnies d'assurance continuent de souscrire à l'expansion de la production de combustibles fossiles. (...) Cependant, seuls 14 des 41 assureurs se sont engagés à cesser progressivement de couvrir les activités liées au charbon, et un trop grand nombre d'entre eux continuent de garantir les activités de sociétés charbonnières qui ne s'inscrivent pas dans une démarche visant à limiter le réchauffement de la planète à 1,5 °C. »] (traduction libre)

2- Risque de transition

Par « risque de transition », Mark Carney désigne les risques financiers qui pourraient advenir si un virage vers une économie à faible émission carbone était effectivement mis en place. Il s'avère que l'évolution des politiques, des technologies et des risques physiques pourrait entraîner une réévaluation, à la baisse notamment, de la valeur d'un large éventail d'actifs, on parle communément d'actif échoué (*stranded assets*). Ce risque d'ajustement des prix pourrait être dû à une décision politique comme la mise en place d'une taxe carbone, l'interdiction de certains produits polluants ou l'augmentation de la part du renouvelable dans le mix énergétique par exemple. L'apparition d'une technologie de rupture permettant une transition rapide vers une économie bas carbone ou encore d'un changement majeur dans les habitudes de consommation, provoquerait un effet semblable. Tout cela pourrait provoquer une très importante baisse de la valeur des actifs les plus carbonés et déclencher une crise financière systémique alors même que les effets positifs des politiques publiques à l'origine de ces dépréciations ne porteraient leurs fruits qu'à beaucoup plus long terme. C'est ce que Carney appelle la tragédie des horizons qui, en tout cas à court terme, place les propriétaires d'actifs carbonés en position de faire ce que l'on pourrait appeler un « chantage à la faillite ». D'une certaine façon, les décideurs politiques sont face à un dilemme et doivent choisir entre deux maux car pour lutter contre les risques physiques ils doivent enclencher une décarbonation massive et rapide de l'économie, ce qui provoquera la réalisation du risque de transition. À l'inverse, s'ils ne font rien pour ne pas brusquer l'économie, les risques physiques finiront par emporter l'économie comme on l'a vu ci-dessus. Il existe cependant probablement un chemin pour permettre « d'accompagner « l'échouage » des actifs financiers pour éviter une crise financière massive qui retarderait d'autant le financement de la transition »[68].

Pour ce qui est du risque que les actifs échoués font peser sur le système financier, il faut comprendre que pour respecter le budget carbone qui nous permet de

[68] SCIALOM Laurence, « Les banques centrales au défi de la transition écologique : Éloge de la plasticité », *Revue économique*, 73, p. 228.

rester en deçà de +1,5°C (avec une probabilité de 50% d'ici à 2050), Dan Welsby et ses coauteurs expliquent que 60% du pétrole et du méthane fossile et 90% du charbon ne doivent pas être extraits et brulés[69]. Or une partie de ces combustibles fossiles a déjà été découverte et donc valorisée dans les bilans des entreprises extractives. En interdire l'exploitation entrainerait par conséquent une dépréciation de l'actif et *in fine* une dévalorisation de la cotation de ces entreprises[70]. Une étude de 2009 publiée dans la revue Nature estime que moins de la moitié des réserves prouvées de pétrole, de gaz et de charbon économiquement exploitables peuvent être utilisées d'ici à 2050 si l'on souhaite rester sous les 2°C de réchauffement[71]. Une autre étude de 2015 explique que les potentielles émissions de gaz à effet de serre contenues dans les estimations actuelles des réserves mondiales de combustibles fossiles sont complètement incompatibles avec l'objectif de limiter le réchauffement climatique à 2°C. Selon Christophe McGlade et Paul Ekins, un tiers des réserves de pétrole, la moitié des réserves de gaz et plus de 80% des réserves de charbon ne doivent pas être utilisés pour respecter cet objectif[72].

---

[69] « By 2050, we find that nearly 60 per cent of oil and fossil methane gas, and 90 per cent of coal must remain unextracted to keep within a 1.5 °C carbon budget. This is a large increase in the unextractable estimates for a 2 °C carbon budget, particularly for oil, for which an additional 25 per cent of reserves must remain unextracted. Furthermore, we estimate that oil and gas production must decline globally by 3 per cent each year until 2050. This implies that most regions must reach peak production now or during the next decade, rendering many operational and planned fossil fuel projects unviable. » WELSBY Dan, PRICE James, PYE Steve *et al.*, « Unextractable fossil fuels in a 1.5 °C world », *Nature*, 597, 2021, p. 230. [« D'ici 2050, nous constatons que près de 60 % du pétrole et du méthane fossile, et 90 % du charbon doivent rester non extraits pour respecter un budget carbone de 1,5 °C. Il s'agit d'une forte augmentation par rapport aux estimations non extractibles pour un budget carbone de 2°C, en particulier pour le pétrole, pour lequel 25 % supplémentaires doivent rester non extraits. En outre, nous estimons que la production de pétrole et de gaz doit diminuer globalement de 3 % par an jusqu'en 2050. Cela signifie que la plupart des régions doivent atteindre leur pic de production aujourd'hui ou au cours de la prochaine décennie, ce qui rendra non viables de nombreux projets de combustibles fossiles en cours d'exploitation ou prévus. »] (traduction libre)

[70] SCIALOM Laurence, « La responsabilité sociétale des Banques Centrales », *Revue d'economie financiere*, 144, 2021, p. 222.

[71] MEINSHAUSEN Malte, MEINSHAUSEN Nicolai, HARE William *et al.*, « Greenhouse-gas emission targets for limiting global warming to 2°C », *Nature*, 458, 2009.

[72] « It has been estimated that to have at least a 50 per cent chance of keeping warming below 2 °C throughout the twenty-first century, the cumulative carbon emissions between 2011 and 2050 need to be limited to around 1,100 gigatonnes of carbon dioxide (Gt CO_2). However, the greenhouse gas emissions contained in present estimates of global fossil fuel reserves are around three times higher than this, and so the unabated use of all current fossil fuel reserves is incompatible with a warming limit of 2 °C. (…) Our results suggest that, globally, a third of oil reserves, half of gas reserves and over 80 per cent of current coal reserves should remain unused from 2010 to 2050 in order to meet the

Adam Tooze considère aussi que si nous voulons vraiment stabiliser le réchauffement global qui est à l'œuvre, en dessous des niveaux catastrophiques vers lesquels nous nous dirigeons, il nous faudra ne pas exploiter une grande partie des réserves mondiales de combustibles fossiles connues. Selon lui, si ces réserves ne sont pas exploitées, les compagnies pétrolières, gazières et charbonnières perdront jusqu'à 28 000 milliards de dollars de revenus au cours des 20 prochaines années[73]. Il explique que le problème ne peut se limiter à ces entreprises car leurs actions et obligations sont détenues très largement sur les marchés. Au total, un tiers des actions et obligations émises sur les marchés mondiaux appartiennent aux secteurs les plus émetteurs de CO2 : ressources naturelles, extraction, production d'électricité, produits chimiques, construction et industrie. Or, la décarbonation de l'économie provoquera un « échouage » de ces actifs entrainant des pertes comprises entre 1000 et 4000 milliards de dollars pour le secteur de l'énergie. Certains estiment donc que les actifs de ces industries polluantes sont

target of 2 °C. » MCGLADE Christophe et EKINS Paul, « The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2°C », *Nature*, 517, 2015, p. 187. [« On estime que pour avoir au moins 50 % de chances de maintenir le réchauffement en dessous de 2 °C tout au long du XXIe siècle, les émissions cumulées de carbone entre 2011 et 2050 doivent être limitées à environ 1 100 gigatonnes de dioxyde de carbone (Gt CO2). Cependant, les émissions de gaz à effet de serre contenues dans les estimations actuelles des réserves mondiales de combustibles fossiles sont environ trois fois plus élevées que ce chiffre, de sorte que l'utilisation sans relâche de toutes les réserves actuelles de combustibles fossiles est incompatible avec une limite de réchauffement de 2 °C. (...) Nos résultats suggèrent qu'au niveau mondial, un tiers des réserves de pétrole, la moitié des réserves de gaz et plus de 80 % des réserves actuelles de charbon devraient rester inutilisées entre 2010 et 2050 afin d'atteindre l'objectif de 2 °C. »] (traduction libre)

[73] « Leaving that energy untapped will mean as much as $28 trillion in lost revenue for oil, gas, and coal companies over the next 20 years. And that matters for the financial system because investors already own bonds and shares connected to those assets. All told, one-third of equity and fixed income assets issued in global financial markets can be classified as belonging to the natural resource and extraction sectors, as well as carbon-intensive power utilities, chemicals, construction, and industrial goods firms. Decarbonization would essentially strand those assets, resulting in losses in asset values for the energy sector of $1 trillion to $4 trillion. In the broader industrial sector, the stranded asset risks could rise to $20 trillion. » TOOZE Adam, « Why Central Banks need to step up on Global Warming », *Foreign Policy*, 2019, [en ligne], [consulté le 2 février 2024]. [« Si cette énergie n'est pas exploitée, les compagnies pétrolières, gazières et charbonnières perdront jusqu'à 28 000 milliards de dollars de revenus au cours des 20 prochaines années. Le système financier est également concerné, car les investisseurs possèdent déjà des obligations et des actions liées à ces actifs. Au total, un tiers des actions et des titres à revenu fixe émis sur les marchés financiers mondiaux peuvent être classés comme appartenant aux secteurs des ressources naturelles et de l'extraction, ainsi qu'aux entreprises de production d'électricité, de produits chimiques, de construction et de biens industriels à forte intensité de carbone. La décarbonisation aurait pour effet d'isoler ces actifs, ce qui entraînerait des pertes de valeur de 1 000 à 4 000 milliards de dollars pour le secteur de l'énergie. Dans le secteur industriel au sens large, les risques liés aux actifs échoués pourraient atteindre 20 000 milliards de dollars. »] (traduction libre)

surévalués et qu'il y aurait même une bulle du carbone (« *carbon bubble* »), prédisant une déstabilisation de l'économie le jour où elle éclatera[74].

Si les entreprises ayant une activité très émettrice de CO2 sont très sensibles au risque de transition, elles sont aussi en première ligne vis-à-vis du risque de responsabilité, aussi appelé risque juridique.

3- Risque juridique

Le risque de responsabilité, qu'on appelle aussi risque juridique, correspond quant à lui au fait que les personnes ayant subi des pertes ou des dommages en raison des effets du changement climatique puissent chercher à obtenir une indemnisation de ces dommages de la part de ceux qu'elles tiennent pour responsables. On peut d'ores et déjà observer une matérialisation de ce risque avec le mouvement de justice climatique et la jurisprudence associée.

Au niveau mondial, le nombre de litiges liés au changement climatique semble en augmentation. Au 11 août 2020, Javier Solana recensait 1614 cas. Il explique que la

[74] « 'Transition' risk results from the revaluation of assets due to changes and costs associated with the shift to a low-carbon economy. The overvaluation of fossil fuels (or other high-carbon industries) is called the 'carbon bubble'. Financial instability will be caused by the inevitable bursting of the bubble, so if we account for transition risk now, we can - in theory - deflate the carbon bubble in a more managed and less volatile way. Financial losses from the drop in value of fossil fuels is already underway: for example, a Carbon Tracker Initiative report showed how the EU's largest five power generators collectively lost over 37 per cent of their value from 2008 to 2013. And projections published by Mercer show that 'annual returns from the coal sub-sector could fall by anywhere between 18 per cent and 74 per cent over the next 35 years". » BOAIT Fran, « Green Central Banking », Commonwealth, 2019, p. 32. [« Le risque de "transition" résulte de la réévaluation des actifs en raison des changements et des coûts associés au passage à une économie à faible émission de carbone. La surévaluation des combustibles fossiles (ou d'autres industries à forte intensité de carbone) est appelée la "bulle du carbone". L'instabilité financière sera provoquée par l'inévitable éclatement de la bulle. Si nous prenons en compte le risque de transition maintenant, nous pouvons - en théorie - dégonfler la bulle du carbone d'une manière mieux gérée et moins volatile. Les pertes financières liées à la chute de la valeur des combustibles fossiles sont déjà en cours : par exemple, un rapport de la Carbon Tracker Initiative a montré que les cinq plus grands producteurs d'électricité de l'UE ont collectivement perdu plus de 37 % de leur valeur entre 2008 et 2013. Les projections publiées par Mercer montrent que "les rendements annuels du sous-secteur du charbon pourraient chuter de 18 % à 74 % au cours des 35 prochaines années". »] (traduction libre)

grande majorité de ces affaires ont été introduites durant les dix dernières années et souligne qu'on observe une nette tendance à la hausse[75].

En Europe, le premier grand procès marquant en matière de « contentieux climatique » a été l'affaire Urgenda. Pour rappel, cette saga jurisprudentielle a démarré le 12 novembre 2012, lorsque la fondation Urgenda décide d'écrire au premier ministre néerlandais pour demander que l'État s'engage à réduire de 40 % les émissions de CO2 d'ici à 2020 (par rapport aux émissions mesurées en 1990). Insatisfaite de la réponse obtenue, la fondation décide de saisir le tribunal de première instance de La Haye qui rendra une décision jugée historique en affirmant que les objectifs néerlandais de réduction des gaz à effet de serre sont trop faibles[76]. Cette solution fut ensuite confirmée par la cour d'appel de La Haye le 9 octobre 2018[77].
Enfin, les pourvois en cassation introduits par l'État furent rejetés par la décision du 20 décembre 2019 de la Cour suprême néerlandaise. L'arrêt accentue même le lien entre changement climatique et protection des droits de l'Homme en retenant que les Pays-Bas ont violé l'article 2 (droit à la vie) et l'article 8 (respect de la vie privée et familiale) de la CEDH[78].
Appliquant les principes dégagés par cette jurisprudence, le Tribunal de première instance de la Haye a enjoint la société mère de la multinationale Shell à réduire de 45% ses émissions de gaz à effet de serre directes et indirectes d'ici à 2030 dans le monde entier et ce par rapport à 2019[79]. Paul Mougeolle souligne que c'est la première fois qu'une société mère est ainsi obligée de décarbonner l'ensemble des sociétés qu'elle contrôle[80]. Cette décision vaut donc plutôt pour l'avenir en enjoignant une évolution de l'activité de Shell, elle n'a pas d'impact sur la solvabilité présente de

[75] SOLANA Javier, « Climate change litigation as financial risk », *Green Finance*, 2, Aims Press, 2020.

[76] « District Court de La Haye, État des Pays-Bas c. Fondation Urgenda », 2015.

[77] « Cour d'appel de La Haye, division du droit civil, État des Pays-Bas c. Fondation Urgenda », 2018.

[78] « Cour suprême des Pays-Bas, État des Pays-Bas c. Fondation Urgenda », 2019.

[79] « District Court de la Haye, Milieudefensie et autres c. Royal Dutch Shell plc. », 2021.

[80] MOUGEOLLE Paul, « La responsabilité climatique de la société mère de Shell selon le Tribunal de la Haye et ses effets d'entrainement attendis en France », *La Revue des droits de l'homme*, juin 2021.

l'entreprise. Il en va autrement du contentieux qui a suivi les incendies qui ont touché la Californie en 2017 et 2018 qui a conduit la société *Pacif Gas & Electric company* (PG&E) à se déclarer en faillite car elle était accusée de négligence, ayant été à l'origine des incendies. Elle anticipait d'avoir à verser 30 milliards de dollars d'indemnisation dans le cadre de ces poursuites, somme à laquelle elle ne pouvait faire face[81].

À l'international, on a aussi vu se développer un contentieux d'un autre type opposant les compagnies pétrolières à leurs assureurs, les premières reprochant aux seconds de refuser de les couvrir en cas de contentieux climatique[82].

En France, deux requêtes ont été introduites contre l'État, l'une par le maire de la Commune de Grande-Synthe et l'autre par quatre ONG formant ce que l'on appelle « l'Affaire du siècle » ou « Notre Affaire À Tous ».

Dans la première affaire, la commune de Grande-Synthe a demandé fin 2018 au président de la République et au gouvernement de prendre des mesures supplémentaires pour réduire les émissions de gaz à effet de serre ainsi que des mesures d'adaptation au changement climatique. Face au refus qui lui a été opposé, la commune, soutenue par les villes de Paris et Grenoble ainsi que des ONG (Notre Affaire À Tous, Oxfam, Greenpeace, Fondation Nicolas Hulot), a saisi le Conseil d'État d'un recours pour excès de pouvoir. Ce fut la première fois que le Conseil d'Etat fut amené à se prononcer sur une affaire portant sur le respect des engagements de l'État en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre.

Dans un arrêt du 9 novembre 2020, la juridiction administrative décide que la commune de Grande-Synthe est recevable et relève que la France au cours des dernières années a régulièrement dépassé les plafonds d'émissions qu'elle s'était fixée et a reporté l'essentiel des efforts de réduction à après 2020. Puis, dans un arrêt du 1er juillet 2021,

[81] CHUNKA Mui, « PG&E Is Just The First Of Many Climate Change Bankruptcies », *Forbes*, 2019.

[82] KAMINSKI Isabella, « Us fossil fuel firm sues insurer for refusing to cover climate lawsuit », *The Guardian*, 30 août 2022.

le Conseil d'État décide d'enjoindre le gouvernement de prendre avant le 31 mars 2022 toutes les mesures utiles pour atteindre l'objectif fixé par l'Accord de Paris[83].

Pour ce qui est du contentieux dit « l'Affaire du siècle » ou « Notre Affaire À Tous », en mars 2019, les associations de défense de l'environnement Oxfam France, Notre Affaire À Tous, Fondation pour la Nature et l'Homme et Greenpeace France ont introduit quatre requêtes devant le tribunal administratif de Paris afin de faire reconnaître la carence de l'État français dans la lutte contre le changement climatique, afin d'obtenir sa condamnation à réparer non seulement leur préjudice moral mais également le préjudice écologique et de mettre un terme aux manquements de l'État à ses obligations.
Par un jugement du 3 février 2021, le tribunal administratif de Paris reconnaît l'existence d'un préjudice écologique lié au changement climatique et juge entre autres que la carence partielle de l'État français à respecter les objectifs qu'il s'est fixé en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre engage sa responsabilité[84].

Il n'est aucunement question ici d'être exhaustif sur ces contentieux mais simplement de faire remarquer que les entreprises et les États en sont la cible. Pour les entreprises ceci est de nature à occasionner des frais d'indemnisation importants, surtout si les assureurs refusent de couvrir ces frais, d'où le fait que le risque juridique doit être pris très au sérieux aux cotés des risques physiques et de transition. Pour ce qui est des contentieux visant les États, on peut penser qu'ils pourraient accélérer la

[83] « Article 2 : Il est enjoint au Premier ministre de prendre toutes mesures utiles permettant d'infléchir la courbe des émissions de gaz à effet de serre produites sur le territoire national afin d'assurer sa compatibilité avec les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre fixés à l'article L. 100-4 du code de l'énergie et à l'annexe I du règlement (UE) 2018/842 du 30 mai 2018 avant le 31 mars 2022. » « Arrêt du Conseil d'Etat, Commune de Grande-Synthe et Autre », 2021.

[84] « 9. Pour demander la condamnation de l'État à leur verser la somme symbolique d'un euro et le prononcé d'une injonction à l'encontre du Premier ministre et des ministres compétents d'adopter toutes les mesures nécessaires pour mettre fin au dommage lié aux surplus d'émissions de gaz à effet de serre et prévenir l'aggravation de ce dommage, les associations requérantes soutiennent que l'État est responsable, par ses carences dans la lutte contre le changement climatique, d'un préjudice écologique. » « Jugement du Tribunal Administratif de Paris, Association Oxfam France, Association Notre Affaire à tous, Fondation pour la Nature et l'Homme, Association Greenpeace France », 2021.

mise en place par les gouvernements des politiques nécessaires à la décarbonation de l'économie et, en conséquence, à accélérer la réalisation du risque de transition.

Dans le développement qui précède consacré aux conséquences du réchauffement climatique, on a donc pu entrapercevoir le portrait d'un monde au climat bouleversé. Sans qu'il soit possible d'être exhaustif dans cette esquisse, on a vu que le processus de réchauffement à l'œuvre allait provoquer des vagues de chaleur, qui par endroit pourraient se révéler mortelles pour l'être humain, des sécheresses et des incendies plus fréquents et plus intenses, une montée des eaux et une acidification des mers et des océans, un effondrement global de la biodiversité et une augmentation des risques de pandémie. Pour les sociétés humaines, le réchauffement climatique va provoquer des mouvements de populations massifs ayant eux-mêmes des répercussions géopolitiques. Sur l'économie, les effets seront multiples, difficilement prévisibles et d'intensités croissantes, ils peuvent être classés en risques physiques, risque de transition et risque de responsabilité.
Face à ce sombre tableau, une question demeure, quelle attitude adopter ?

III- Quelle attitude adopter face à l'annonce du désastre ?

Le tableau que l'on a dressé des effets du réchauffement climatique que l'on peut anticiper est bien sûr incomplet et présente un degré d'incertitude fort en raison du caractère inédit pour l'humanité de l'état climatique dans lequel elle s'aventure. On doit cependant voir que les prévisions des scientifiques s'affinent et se précisent pour décrire un futur toujours moins enviable sur une planète toujours moins habitable pour ne pas dire hostile à l'homme. Si les prévisions listées se réalisent, l'humanité sera confrontée à une véritable catastrophe. Il n'est donc pas nécessairement simple de savoir l'attitude à adopter vis-à-vis d'un événement incertain mais dont la capacité de nuisance est colossale. Le philosophe Jean-Pierre Dupuy s'est attelé à cette question et propose une réponse.

Dupuy explique que « l'annonce des catastrophes ne produit aucun changement sensible, ni dans nos manières de faire, ni dans nos manières de penser. Même lorsqu'ils sont informés, les peuples ne croient pas ce qu'ils savent »[85]. Il ajoute que « La peur de la catastrophe n'a aucune force dissuasive »[86]. Sur ce point, on ne peut que lui donner raison, on a vu ci-dessus que depuis au moins les années 70 les scientifiques s'époumonent à alerter sur les conséquences des émissions de gaz à effet de serre anthropiques sur le climat, sans que l'humanité n'ait réussi à réduire ses émissions. Pire, chaque année plus de CO2 est injecté dans l'atmosphère accélérant toujours plus le processus mortifère à l'œuvre.

Pour Dupuy, les catastrophes possèdent ce qu'il appelle « une temporalité inversée »[87], c'est à dire qu'elles ne deviennent possibles qu'en se réalisant. Il souligne que c'est précisément ce qui est problématique car « s'il faut prévenir la catastrophe, on a besoin de croire en sa possibilité avant qu'elle ne se produise »[88]. Le paradoxe

[85] DUPUY Jean-Pierre, *Pour un catastrophisme éclairé*, Éditions du Seuil, 2002, p. 143.

[86] *Ibid.*, p. 144.

[87] *Ibid.*, p. 13.

[88] *Ibid.*

qu'il relève est d'ailleurs que si l'on se met à croire en la catastrophe et que l'on réussit à la prévenir « sa non-réalisation la maintient dans le domaine de l'impossible, et les efforts de prévention en apparaissent rétrospectivement inutiles »[89]. Quoiqu'il en soit, le problème vient du fait que tant que l'avenir ne sera considéré que comme possible, il ne sera pas possible de lui donner suffisamment de réalité pour agir et éviter la catastrophe qui vient[90].

Par conséquent, Dupuy nous exhorte à faire « comme si on avait affaire à une fatalité, afin de mieux en détourner le cours. Le malheur est notre destin, mais un destin qui n'est tel que parce que les hommes n'y reconnaissent pas les conséquences de leurs actes. C'est surtout un destin que nous pouvons choisir d'éloigner de nous »[91]. Dupuy souligne que « c'est parce que la catastrophe constitue un destin détestable dont nous devons dire que nous n'en voulons pas qu'il faut garder les yeux fixés sur elle, sans jamais la perdre de vue »[92]. Dupuy, nous rappelant que la peur ne suffit pas, nous dit qu'il faut « inscrire la catastrophe dans l'avenir d'une façon beaucoup plus radicale. Il faut la rendre inéluctable »[93]. La méthode qu'il propose et qu'il appelle « catastrophisme éclairé » consiste donc « à donner un poids de réalité suffisant à cette catastrophe en la considérant comme inéluctable »[94].
Selon lui, ce n'est qu'ainsi qu'il sera possible d'arrêter l'inertie, économique notamment, qui nous mène vers l'abîme. À cet égard, Dupuy écrit qu' « il n'y a pas d'action qui exprime plus hautement la liberté de l'homme que de fixer des limites à sa capacité individuelle d'agir, sous forme d'impératifs, de normes et de règles à validité universelle, et de s'y tenir. C'est par cette autolimitation que les individus deviennent des personnes autonomes entrant en communication les unes avec les

[89] *Ibid.*

[90] DUPUY Jean-Pierre, *Il faut garder les yeux sur le scénario du pire. Parce qu'il est inéluctable, on est forcé d'agir.* [Télérama n°3094] mené par, 29 avril 2009, p. 24.

[91] DUPUY Jean-Pierre, *op. cit.*, p. 63.

[92] *Ibid.*, p. 84.

[93] *Ibid.*, p. 163.

[94] DUPUY Jean-Pierre, *Il faut garder les yeux sur le scénario du pire. Parce qu'il est inéluctable, on est forcé d'agir.* [Télérama n°3094] mené par, 29 avril 2009, p. 24.

autres »[95]. Le Professeur Fonbaustier fait au passage remarquer que « Même libérale, une société politique repose ainsi sur un abandon consenti de souveraineté individuelle. Pour autant, ce que perd l'individu en devenant citoyen, à savoir ses droits illimités sur le monde ainsi que la faculté d'en interpréter le contenu et les contours, est en partie compensé. Entrer en société politique, c'est admettre que nos droits et libertés deviennent relatifs mais qu'ils seront garantis par un Tiers (institutionnellement l'État, et fonctionnellement ou en pratique le juge) »[96]. Surtout, le Professeur Fonbaustier souligne que « L'essentiel est de comprendre que la préservation du monde est une exigence incommensurable. Sa tiède mise en balance avec les droits et libertés classiques (propriété, libre entreprise, aller et venir, etc.) n'est plus appropriée car l'environnement est situé sur un plan différent : il est en effet la condition même de possibilité de tous nos droits en tant qu'il conditionne la vie, sans laquelle le droit lui-même deviendrait impensable. En réalité, un environnement équilibré, sain et protégé est la première et ultime garantie de nos libertés »[97].

Pour en revenir à Jean-Pierre Dupuy, il faut préciser qu'il se distingue du courant « collapsologue » qui tient lui aussi la catastrophe pour certaine mais qui prophétise qu'elle est sur le point de se produire sans que l'on n'y puisse rien. Pour Dupuy, ce type de prophétie est de nature à contribuer à la faire advenir. À l'inverse, ceux que l'on appelle communément les « climatosceptiques » et qui passent sous silence ou minimisent la catastrophe nous mènent au même résultat. Pour Dupuy, il faut naviguer entre ces deux écueils si l'on souhaite éviter la catastrophe. Il explique qu'il faut donc « annoncer un avenir nécessaire qui superposerait l'occurrence de la catastrophe, pour qu'elle puisse faire office de dissuasion, et sa non-occurrence, pour préserver l'espoir »[98].

---

[95] DUPUY Jean-Pierre, *op. cit.*, p. 96.

[96] FONBAUSTIER Laurent, *Environnement*, Anamosa, 2021, p. 57.

[97] *Ibid.*, p. 68.

[98] DUPUY Par Jean-Pierre, « Les paradoxes de la prophétie de malheur Critique de la collapsologie », *Annales des Mines*, 2020, p. 20.

La réflexion de Jean-Pierre Dupuy est doublement intéressante. D'abord car elle nous dit que face à la catastrophe qui vient l'action est inévitable. Inévitable car il part du postulat que l'homme est doté de « la rationalité minimale qui consiste à vouloir vivre »[99] ; rationalité qui selon lui va bien au-delà du simple désir d'autoconservation. En effet, nous sommes dans ce qu'il appelle « l'anticipation de la rétroactivité du jugement » et nous souhaitons que « jamais il ne puisse être dit par nos descendants : « trop tard ! » - un trop tard qui signifierait qu'ils se trouvent dans une situation où aucune vie humaine digne de ce nom n'est possible »[100].
Ensuite, car Dupuy nous dit comment faire face à la catastrophe, comment mettre fin à l'inertie généralisée face à l'annonce de la catastrophe climatique. Dupuy nous dit qu'il faut considérer la catastrophe comme inéluctable et faire usage de notre liberté pour fixer des limites à notre propre capacité d'action.

Les actions possibles pour lutter contre un processus tel que le réchauffement climatique sont évidemment multiples. Assez instinctivement, on a tendance à considérer que l'essentiel des leviers à disposition est dans les mains des gouvernements. La recherche d'un consensus multilatéral à l'échelon international dans le cadre des réunions régulières des COP le prouve bien. Il est vrai que les gouvernements pourraient, aux niveaux national, régional ou international décider de la mise en place de réglementations environnementales, investir dans des infrastructures respectueuses du climat, agir sur les marchés de sorte à orienter les préférences des ménages et des sociétés vers des activités faiblement émettrices de CO2. La création d'une taxe carbone ou d'un véritable marché des droits à polluer dont l'on parle régulièrement rentraient précisément dans ce dernier type de mesure. Les gouvernements pourraient aussi subventionner les énergies décarbonnées et cesser de subventionner les énergies reposant sur des combustibles fossiles. Les leviers potentiels ne manquent pas mais nous allons ici nous intéresser plus particulièrement à la place de la finance.

[99] DUPUY Jean-Pierre, *Pour un catastrophisme éclairé*, Éditions du Seuil, 2002, p. 203.
[100] *Ibid.*, p. 127.

IV- Le rôle de la finance dans la lutte contre le réchauffement climatique

L'Accord de Paris du 12 décembre 2015 énonce en son article 2.1(c) qu'il vise à renforcer la riposte mondiale face à la menace des changements climatiques, en « rendant 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 ». Dans la lignée de ce texte, l'IPBES[101] et surtout, le GIEC[102], soulignent

[101] « L'environnement mondial peut être préservé en renforçant la coopération internationale et les liens entre les mesures pertinentes prises au niveau local. L'examen et le renouvellement des objectifs et buts environnementaux internationaux sur la base des meilleures connaissances scientifiques disponibles, ainsi que l'adoption et le financement généralisés par tous les acteurs, y compris les individus, de mesures de conservation, de restauration écologique et d'utilisation durable, sont essentiels à cette préservation. » DIAZ Sandra, SETTELE Josef, BRONDIZIO Eduardo *et al.*, « Le rapport de l'évaluation mondiale de la biodiversité et les services écosystémiques, Résumé à l'intention des décideurs », IPBES, 2019, p. 17.

[102] « Progress on the alignment of financial flows towards the goals of the Paris Agreement remains slow and tracked climate finance flows are distributed unevenly across regions and sectors. (high confidence) (…) Annual tracked total financial flows for climate mitigation and adaptation increased by up to 60% between 2013/14 and 2019/20 (in USD2015), but average growth has slowed since 201822 (medium confidence). These financial flows remained heavily focused on mitigation, are uneven, and have developed heterogeneously across regions and sectors (high confidence). In 2018, public and publicly mobilised private climate finance flows from developed to developing countries were below the collective goal under the UNFCCC and Paris Agreement to mobilise USD100 billion per year by 2020 in the context of meaningful mitigation action and transparency on implementation (medium confidence). Public and private finance flows for fossil fuels are still greater than those for climate adaptation and mitigation (high confidence). Markets for green bonds, ESG (environmental, social and governance) and sustainable finance products have expanded significantly since AR5. Challenges remain, in particular around integrity and additionality, as well as the limited applicability of these markets to many developing countries. (high confidence) » INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), « Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change - Summary for Policymakers - Working Group III contribution to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change », WMO & UNEP, 2022, p. 1549. [« Les progrès en matière d'alignement des flux financiers sur les objectifs de l'Accord de Paris restent lents et les flux de financement climatique suivis sont répartis de manière inégale entre les régions et les secteurs. (confiance élevée) (...) Les flux financiers totaux annuels suivis pour l'atténuation et l'adaptation au climat ont augmenté jusqu'à 60 % entre 2013/14 et 2019/20 (en USD2015), mais la croissance moyenne a ralenti depuis 2018/22 (confiance moyenne). Ces flux financiers sont restés fortement axés sur l'atténuation, sont inégaux et se sont développés de manière hétérogène selon les régions et les secteurs (confiance élevée). En 2018, les flux de financement climatique publics et privés mobilisés publiquement des pays développés vers les pays en développement étaient inférieurs à l'objectif collectif fixé dans le cadre de la CCNUCC et de l'Accord de Paris, à savoir mobiliser 100 milliards USD par an d'ici à 2020 dans le contexte de mesures d'atténuation significatives et de transparence sur la mise en œuvre (confiance moyenne). Les flux financiers publics et privés destinés aux combustibles fossiles restent plus importants que ceux destinés à l'adaptation au changement climatique et à l'atténuation de ses effets (degré de confiance élevé). Les marchés des obligations vertes, des produits ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) et des produits financiers durables se sont considérablement développés depuis l'AR5. Des défis subsistent, notamment en ce qui concerne

l'importance du rôle de la finance dans la lutte contre le réchauffement climatique en permettant notamment la transition vers une économie décarbonnée.

Dans la lutte contre le réchauffement climatique, nous allons voir que la finance est un acteur essentiel à mobiliser car les besoins de financement sont considérables et qu'il est nécessaire de réorienter les flux financiers allant aux secteurs les plus polluants vers les secteurs permettant d'envisager un monde moins émetteur de gaz à effet de serre (A). Pour ce faire, les banques centrales sont des acteurs clés en raison de la position unique qu'elles occupent et des outils qui sont les leurs (B).

A) Besoin de financement et nécessité de réorientation des flux financiers

Au sein du chapitre 4 intitulé « *Strengthening and Implementing the Global Response* » de son rapport de 2018, le GIEC consacre une section au rôle central de la finance[103]. Le 6e rapport du GIEC publié en 2022 par le Groupe III possède quant lui tout un chapitre (le chapitre 15) consacré à la question du rôle de la finance[104]. En effet, il faut comprendre que le changement climatique et le système financier interagissent car le changement du climat menace la stabilité financière comme on l'a vu et que la finance dispose de leviers pour réduire le coût et même ralentir le réchauffement climatique[105]. À cet égard, on parle parfois de « finance climatique », de « finance

---

l'intégrité et l'additionnalité, ainsi que l'applicabilité limitée de ces marchés à de nombreux pays en développement. (confiance élevée) »] (traduction libre)

[103] DE CONINCK Heleen et AROMAR Revi, « Strengthening and Implementing the Global Response », in *Global Warming of 1.5°C. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*, [s. n.], 2018.

[104] INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), *op. cit.*

[105] « Our survey suggests that climate change and the financial system interact in a fundamental way: climate change threatens financial stability and at the same time the financial system has the potential to reduce the cost of climate change and even to slow its progression. » FURUKAWA Kakuho, ICHIUE Hibiki et SHIRAKI Noriyuki, « How Does Climate Change Interact with the Financial System? A Survey », Banque du Japon, 2020, p. 4. [« Notre étude suggère que le changement climatique et le système financier interagissent de manière fondamentale : le changement climatique menace la stabilité financière et, en même temps, le système financier a le potentiel de réduire le coût du changement climatique et même de ralentir sa progression. »] (traduction libre)

environnementale » ou de « finance durable », termes pour lesquels le dernier rapport du GIEC donne dans son chapitre 15 des définitions plus précises[106]. Ici, nous utiliserons ces termes, ainsi que l'expression « finance verte » de façon indifférenciée pour désigner les opérations financières incluant la problématique climatique et environnementale de sorte à lutter contre le réchauffement climatique.

Il ne fait aucun doute que le rôle de la finance dans ce processus est décisif au regard des besoins de financements colossaux qu'il faudra engager pour mettre en œuvre la transition énergétique. L'OCDE avance le chiffre de 600 milliards de dollars par an entre 2016 et 2030 pour rendre les investissements dans les infrastructures « climato-compatibles »[107]. Le GIEC estime quant à lui, qu'entre 2016 et 2035, une somme de 2 380 milliards de dollars d'investissement annuel dans le domaine de l'énergie serait nécessaire pour limiter le réchauffement climatique à 1,5°C d'ici à 2050[108]. Pour atteindre une Europe climatiquement neutre à l'horizon 2050, la

[106] « Finance for climate action (or climate finance), environmental finance (which also covers other environmental priorities such as water, air pollution and biodiversity), and sustainable finance (which encompasses issues relating to socio-economic impacts, poverty alleviation and empowerment) are interrelated rather than mutually exclusive concepts. » INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), « Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change - Summary for Policymakers - Working Group III contribution to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change », WMO & UNEP, 2022, p. 1551. [« Le financement de l'action climatique (ou financement du climat), le financement environnemental (qui couvre également d'autres priorités environnementales telles que l'eau, la pollution de l'air et la biodiversité) et le financement durable (qui englobe les questions relatives aux impacts socio-économiques, à la réduction de la pauvreté et à l'autonomisation) sont des concepts interdépendants plutôt que mutuellement exclusifs. »] (traduction libre)

[107] « The report estimates that USD 6.3 trillion of investment in infrastructure is required annually on average between 2016 and 2030 to meet development needs globally. An additional USD 0.6 trillion a year over the same period will make these investments climate compatible, a relatively small increase considering the short and long-term gains in terms of growth, productivity and well-being. The additional investment cost is likely to be offset over time by fuel savings resulting from low-emission technologies and infrastructure.» OECD, « Investing in Climate, Investing in Growth », 2017, p. 15. [« Le rapport estime que 6 300 milliards de dollars d'investissements dans les infrastructures sont nécessaires chaque année en moyenne entre 2016 et 2030 pour répondre aux besoins de développement à l'échelle mondiale. Un montant supplémentaire de 600 milliards de dollars par an sur la même période permettra de rendre ces investissements compatibles avec le climat, une augmentation relativement faible si l'on considère les gains à court et à long terme en termes de croissance, de productivité et de bien-être. Le coût d'investissement supplémentaire devrait être compensé au fil du temps par les économies de carburant réalisées grâce aux technologies et aux infrastructures à faibles émissions. »] (traduction libre)

[108] « Peer-reviewed literature that estimates the investment needs over the next two decades to scale up the response to limit warming to 1.5°C is very limited. This box attempts to bring together available

Commission européenne évoque qu'« environ 175 à 290 milliards d'euros d'investissements supplémentaires seront nécessaires chaque année »[109].
Dans un ouvrage qui aborde la question du financement de la transition énergétique en détail, Jean Jouzel et Pierre Larrouturou expliquent que pour atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050, « la plupart des experts estiment que chaque pays doit y consacrer 2% de son PIB chaque année et de façon durable. Pour la France, c'est l'équivalent de 45 milliards chaque année »[110] et pour l'Europe environ 300 milliards chaque année[111].

Face à cela Romain Svartzman, Dominique Dron et Etienne Espagne font remarquer d'une part que le montant et le calendrier du financement nécessaire pour limiter l'augmentation des températures mondiales varient grandement d'un rapport à l'autre et d'autre part que cette approche de la transition sous l'angle d'investissement ne permet pas d'inclure le déclin de l'usage des ressources naturelles nécessaire à la

---

estimates of the order of magnitude of these investments, after consultation with the makers of those estimates, to provide the context for global and national financial mobilization policy and related institutional arrangements. Table 1 in this box presents mean annual investments up to 2035, based on three studies (…) All three sources provide estimates for the energy sector for various mitigation scenarios. They give a mean value of 2.38 trillion USD of yearly investments in the energy sector over the period, with minimum and maximum values of 1.38 and 3.25 respectively. » DE CONINCK Heleen et AROMAR Revi, « Strengthening and Implementing the Global Response », in *Global Warming of 1.5°C. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*, [s. n.], 2018, p. 372. [« La littérature évaluée par les pairs qui estime les besoins d'investissement pour les deux prochaines décennies afin d'intensifier la réponse pour limiter le réchauffement à 1,5°C est très limitée. Cet encadré tente de rassembler les estimations disponibles de l'ordre de grandeur de ces investissements, après consultation des auteurs de ces estimations, afin de fournir un contexte pour la politique de mobilisation financière mondiale et nationale et les dispositions institutionnelles connexes. Le tableau 1 de cet encadré présente les investissements annuels moyens jusqu'en 2035, sur la base de trois études (...) Les trois sources fournissent des estimations pour le secteur de l'énergie pour différents scénarios d'atténuation. Elles donnent une valeur moyenne de 2 380 milliards USD d'investissements annuels dans le secteur de l'énergie sur la période, avec des valeurs minimales et maximales de 1 380 et 3 250 milliards respectivement. »] (traduction libre)

[109] DOMBROVSKIS Valdis, « Le plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable : promouvoir un avenir durable dans l'Union européenne et au-délà », *Revue de la stabilité financère*, 23, p. 84.

[110] JOUZEL Jean et LARROUTUROU Pierre, *Pour éviter le chaos climatique et financier*, Odile Jacob, 2017, p. 20.

[111] *Ibid.*, p. 178.

transition (eau, terre, ciments, phosphate, métaux etc.). Pour eux, le fait de ne penser la transition qu'à travers le prisme du montant des investissements à opérer ne permet pas d'envisager les autres approches de transition écologique qui impliqueraient quant à elles une diminution des investissements globaux[112].

C'est pourquoi Michel Aglietta et Natacha Valla estiment qu'« il ne s'agit pas d'introduire une finance verte à la marge de la finance néolibérale, mais de verdir toute la finance et donc de transformer radicalement la finance actuelle »[113]. Il est vrai qu'à côté des fonds qu'il faudra allouer aux investissements nécessaires à la transition, le verdissement de la finance doit aussi passer par l'arrêt du financement des activités les plus polluantes et les plus destructrices du vivant. Un rapport de 2019 montrait que depuis l'accord de Paris les banques avaient financé pour 1.9 trillion de dollars de projets touchant aux combustibles fossiles, et que ces financements augmentaient d'année en année[114]. Un rapport de plusieurs ONG dont *Reclaim Finance* pointait

---

[112] « In all these cases, it seems that an ecological transition can be achieved through a specific flow of investments shifting from 'brown' to 'green' assets, and the main challenges would consist in *finding* the money. (…) Overall, the very possibility of transitioning to an energy system entirely based on renewable sources without major socio-economic transformations is subject to extremely diverging opinions among experts who see it as either doable difficult or even strongly compromised. (…) The approach consisting in viewing the transition from the standpoint of investments also fails to discuss the decline of resources that are critical in today's economy—such as water, land, cement, phosphate, metals or rare earths—and may not be available in sufficient quantities to support an energy transition. » SVARTZMAN Romain, DRON Dominique et ESPAGNE Etienne, « From ecological macroeconomics to a theory of endogenous money for a finite planet », *Ecological Economics*, 162, 2019, p. 111. [« Dans tous ces cas, il semble qu'une transition écologique puisse être réalisée grâce à un flux spécifique d'investissements passant des actifs "bruns" aux actifs "verts", et que les principaux défis consistent à trouver l'argent. (...) Globalement, la possibilité même de passer à un système énergétique entièrement basé sur les sources renouvelables sans transformations socio-économiques majeures fait l'objet d'avis extrêmement divergents parmi les experts qui la considèrent soit comme faisable, soit comme difficile, voire fortement compromise. (...) L'approche consistant à envisager la transition sous l'angle des investissements ne prend pas non plus en compte le déclin de ressources critiques pour l'économie actuelle - telles que l'eau, la terre, le ciment, le phosphate, les métaux ou les terres rares - qui pourraient ne pas être disponibles en quantités suffisantes pour soutenir une transition énergétique. »] (traduction libre)

[113] AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Odile Jacob, 2021, p. 152.

[114] « For the first time, this report adds up lending and underwriting from 33 global banks to the fossil fuel industry as a whole. The findings are stark: these Canadian, Chinese, European, Japanese, and U.S. banks have financed fossil fuels with $1.9 trillion since the Paris Agreement was adopted (2016–2018), with financing on the rise each year. » KIRSCH Alison, OPENA DISTERHOFT Jason et MARR Grant, « Banking on Climate Change », Banktrack & al., 2019, p. 3. [« Pour la première fois, ce rapport additionne les prêts et les souscriptions de 33 banques mondiales à l'industrie des combustibles fossiles dans son ensemble. Les conclusions sont brutales : ces banques canadiennes, chinoises, européennes,

qu'entre 2016 et 2020 les 60 plus grandes banques privées du monde ont financé les combustibles fossiles à hauteur de 3 800 milliards de dollars[115].
Stanislas Jourdan et Wojtek Kalinowski vont dans le même sens et expliquent qu'« investir dans la transition est essentiel mais ce n'est pas tout : il faudra en même temps rendre plus difficile et plus coûteux le financement des activités directement nuisibles comme l'exploitation des sources d'énergie fossile ou les investissements dans les secteurs intensifs en émissions de gaz à effet de serre »[116].

Selon Aglietta et Valla, les acteurs financiers prépondérants de la finance de long terme seront les banques de développement, les investisseurs institutionnels et les banques centrales dont la mobilisation est essentielle. Le rôle de ces dernières sera évoqué plus en détail ci-dessous. En effet, la fonction qu'occupent les banques centrales dans l'économie et face à la crise climatique est singulière et mérite que l'on s'y intéresse. Peter Diesch, François Claveau et Clément Fontant exposent que « situés à l'interface des gouvernements et des marchés financiers, les banques centrales font partie des rouages d'un mécanisme institutionnel complexe, construit au fil des années, pour réguler l'économie et promouvoir l'intérêt public »[117]. Cette position à l'intersection de la régulation de la finance et de la défense des intérêts publics en fait des acteurs particulièrement pertinents dans le combat contre le réchauffement climatique.

---

japonaises et américaines ont financé les énergies fossiles à hauteur de 1 900 milliards de dollars depuis l'adoption de l'Accord de Paris (2016-2018), avec des financements en hausse chaque année. »] (traduction libre)

[115] « This report analyzes fossil fuel financing from the world's 60 largest commercial and investment banks — aggregating their leading roles in lending and underwriting of debt and equity issuances — and finds that these banks poured a total of $3.8 trillion into fossil fuels from 2016–2020. » RECLAIM FINANCE, RAINFORST ACTION NETWORK, BANKTRACK *et al.*, « Banking on Climante Chaos », 2021, p.4 . [« Ce rapport analyse le financement des combustibles fossiles par les 60 plus grandes banques commerciales et d'investissement du monde - en regroupant leurs principaux rôles en matière de prêts et de souscription de dettes et d'émissions d'actions - et constate que ces banques ont versé un total de 3 800 milliards de dollars dans les combustibles fossiles entre 2016 et 2020. »] (traduction libre)

[116] JOURDAN Stanislas et KALINOWSKI Wojtek, « Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne », Institut Veblen & Positive Money Europe, 2019, p. 5.

[117] DIETSCH Peter, CLAVEAU François, FONTAN Clément *et al.*, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts ?*, [s. n.], 2019, p. 8.

B) Les banques centrales acteurs incontournables du « verdissement de la finance »

Le rapport du GIEC de 2018 évoque dans ses développements relatifs à la finance que les banques centrales pourraient faciliter le recours à des instruments de financement à faibles émissions de CO2 et encourager la coopération financière en matière de climat[118].
Cependant, avant de voir le rôle que les banques centrales pourraient jouer dans la lutte contre le réchauffement climatique (2), il est important de bien comprendre la position, le rôle et les outils dont disposent ces institutions (1).

1- La Banque Centrale : un acteur singulier de la finance

Norbert Olszak explique qu'historiquement la plupart des banques centrales sont nées « dans l'orbite des monarques qui essayèrent de trouver un accès supplémentaire à des ressources financières, en plus du domaine royal et des prêts des marchands. Ceci correspondait aux besoins ordinaires, croissants et insatiables de l'État moderne, mais également aux coûts extraordinaires des guerres livrées par les États-nations, et bien sûr aussi aux principes du mercantilisme »[119]. Laurence Scialom fait remarquer qu'historiquement les banques centrales ont fait preuve d'une grande plasticité dans leurs fonctions, pratiques opérationnelles et doctrines. Cette capacité d'adaptation a été

[118] « Central banks or financial regulators could act as a facilitator of last resort for low-emission financing instruments, which could in turn lower the systemic risk of stranded assets. (…) This may, in time, lead to the use of carbon-based monetary instruments to diversify reserve currencies and differentiate reserve requirement in the context of a climate-friendly Bretton Woods. » DE CONINCK Heleen et AROMAR Revi, « Strengthening and Implementing the Global Response », in *Global Warming of 1.5°C. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*, [s. n.], 2018, p. 379. [« Les banques centrales ou les régulateurs financiers pourraient jouer le rôle de facilitateur de dernier recours pour les instruments de financement à faible émission, ce qui pourrait à son tour réduire le risque systémique des actifs échoués. (...) Cela pourrait, à terme, conduire à l'utilisation d'instruments monétaires basés sur le carbone pour diversifier les monnaies de réserve et différencier les réserves obligatoires dans le contexte d'un Bretton Woods respectueux du climat. »] (traduction libre)

[119] OLSZAK Norbert, *Histoire des banques centrales*, Presses universitaires de France, 1998, p. 13.

particulièrement visible lors de la crise de 2008, puis lors de la crise des dettes souveraines et enfin lors du choc du COVID[120]. En effet, depuis leur mise en place, Laurence Scialom explique qu'elles ont poursuivi quatre objectifs avec une grande importante hiérarchisation entre eux selon les époques et pays. Elle liste ainsi ces objectifs :

1° unifier et préserver le système de paiement ;

2° assurer la stabilité financière ;

3° maintenir la stabilité monétaire et la valeur de la monnaie (via un objectif de change ou un objectif d'inflation) ;

4° Soutenir les besoins de financement des États en période de crise (notamment en temps de guerre)[121].

Pour ce faire, la banque centrale dispose d'un certain nombre d'outils comme l'émission de billets, mais surtout, elle détermine et met en œuvre la politique monétaire. La politique monétaire pouvant être définie comme l'ensemble des moyens et outils utilisés par l'État ou l'autorité compétente pour agir sur l'économie par le biais de sa monnaie. Nous aurons l'occasion de rentrer bien d'avantage dans le détail de la panoplie d'outils dont disposent les banques centrales. À ce stade, on se contentera simplement d'expliquer que classiquement, les instruments de la politique monétaire sont le refinancement des banques commerciales par le biais de prêts consentis au taux directeur. À cela, les banques centrales ajoutent l'obligation pour les banques commerciales de constituer des réserves obligatoires et elles leur offrent la possibilité de placer leurs éventuels excédents de monnaie centrale dans une facilité de dépôt[122]. Bien sûr, les outils varient d'une banque centrale à une autre et dans le temps.

---

[120] « Historiquement, les fonctions, pratiques opérationnelles et doctrines des banques centrales ont fait preuve d'une très grande plasticité. Cette capacité d'évolution est une évidence depuis 2007-2008. En réponse à cette crise financière majeure couplée à un risque déflationniste, configuration déjà connue dans l'histoire, les banques centrales ont su adapter leurs pratiques et leur doctrine à une vitesse rarement observée dans le passé. La crise sanitaire de 2020 a de nouveau mis à l'épreuve cette capacité de réaction. » SCIALOM Laurence, « Les banques centrales au défi de la transition écologique : Éloge de la plasticité », *Revue économique*, 73, p. 220.

[121] *Ibid.*, p. 221.

[122] CLERC Olivier et KAUFFMANN Pascal, *L'Union économique et monétaire européenne*, Editions A. Pedone, 2016.

D'ailleurs, depuis la crise de 2008, les banques centrales ont mis en place ce que l'on appelle des outils non conventionnels, comme les programmes d'achat d'actifs consistant en l'achat d'obligations d'entreprise ou d'État sur le marché secondaire.
En somme, les banques centrales sont en position d'avoir une influence considérable sur le secteur financier et c'est pour cela qu'elles sont de plus en plus considérées comme ayant un rôle important à jouer dans la lutte contre le réchauffement climatique.

2- Banque Centrale, réchauffement climatique et verdissement de la finance

Au regard de l'ampleur des sommes évoquées ci-dessus et de la durée pendant laquelle il faut fournir cet effort financier, Adam Tooze estime qu'il faudra financer cela en grande partie par l'émission de dettes à long terme via les banques publiques de développement ou les gouvernements directement. Il ajoute que les banques centrales devront alors avoir pour mission de soutenir cet élan en agissant comme des « acheteurs en dernier recours » de ces titres financiers[123]. Il explique qu'historiquement, la fonction essentielle des banques centrales est la gestion du marché secondaire de la dette publique et que face aux multiples chocs qu'ont connu les marchés financiers depuis 2008, elles ont pris des mesures extraordinaires pour les stabiliser en injectant un grand volume de liquidité. Il conclut que l'urgence climatique posant un risque encore plus existentiel, les banques centrales ne peuvent pas se murer dans le déni en se limitant à ne s'inquiéter que de la stabilité financière, elles doivent faire en sorte que l'argent ne soit pas un obstacle à la décarbonation de l'économie[124].

---

[123] « Given the long-term nature of those investments, there is a strong case for funding a large part of this decarbonization drive through the issuance of long-term debt. It is not the business of central banks to issue such loans. The debts should be issued by public investment banks or directly by national governments. But it should be the job of central banks to support this push by acting as a buyer of last resort for those long-term debts. » TOOZE Adam, « Why Central Banks need to step up on Global Warming », *Foreign Policy*, 2019 [en ligne], [consulté le 2 février 2024]. [« Compte tenu de la nature à long terme de ces investissements, il est tout à fait justifié de financer une grande partie de ce mouvement de décarbonisation par l'émission de dettes à long terme. Il n'appartient pas aux banques centrales d'émettre de tels emprunts. Les dettes devraient être émises par des banques d'investissement publiques ou directement par les gouvernements nationaux. Mais les banques centrales devraient avoir pour mission de soutenir ce mouvement en agissant en tant qu'acheteur en dernier ressort pour ces dettes à long terme. »] (traduction libre)

[124] « [M]anaging the secondary market for public debt is historically the essential function of central banks. It is what makes them one of the most powerful agencies of the state. (…) Decarbonization is a

Natacha Valla et Michel Aglietta considèrent que face au réchauffement climatique, la responsabilité des banques centrales est engagée de par l'existence de risques systémiques que le réchauffement climatique fait peser sur la finance. Ils ajoutent que les banques centrales vont également devoir contribuer au développement de la finance verte. Dit autrement, Aglietta et Valla expliquent que le rôle des banques centrales doit évoluer vers « l'évaluation du risque climatique en tant que risque financier et l'élaboration des moyens de le maîtriser d'une part ; le déploiement de la politique macroprudentielle et de la politique monétaire dans le financement de la transition d'autre part »[125].

Conscientes de leur rôle dans la lutte qui s'est engagée contre le réchauffement climatique, au « One Planet Summit » de décembre 2017, huit banques centrales et superviseurs se sont rassemblés au sein du Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (*Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System* – NGFS). L'objectif de ce réseau étant de renforcer le rôle du système financier dans la gestion des risques climatiques et de mobiliser des capitaux à destination des investissements verts et durables pour atteindre les objectifs de l'accord de Pairs. Le NGFS comptait 141 membres et 21 observateurs au 29 mai 2024.

On voit donc que les conséquences du réchauffement climatique vont entrainer les banques centrales en territoire inconnu. Comme l'explique Patrick Bolton et ses coauteurs, si elles décident de rester immobiles et d'attendre que les gouvernements ou les marchés passent à l'action, elles pourraient s'exposer au risque d'être dans

vastly more complex technical, economic, and social problem. But to embark on solving it we need to mobilize all the resources we can muster. The essential responsibility of the central banks is to ensure that money does not stand in the way. » *Ibid.* [« La gestion du marché secondaire de la dette publique est historiquement la fonction essentielle des banques centrales. C'est ce qui fait d'elles l'une des agences les plus puissantes de l'État. (...) La décarbonisation est un problème technique, économique et social bien plus complexe. Mais pour le résoudre, nous devons mobiliser toutes les ressources possibles. La responsabilité essentielle des banques centrales est de veiller à ce que l'argent ne soit pas un obstacle. »] (traduction libre)

[125] AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Odile Jacob, 2021, p. 152.

l'incapacité de remplir leur mandat visant à assurer la stabilité des prix et la stabilité financière. Ils estiment que le changement climatique est porteur de conséquences qui pourraient se matérialiser sous forme de « cygne vert » en référence au « Cygne Noir » de Nassim Nicholas Taleb. Selon Taleb un « cygne noir » est un évènement hautement improbable, aux conséquences très importantes et ne pouvant être expliqué qu'a posteriori[126]. À cet égard, les risques physiques et de transition évoqués ci-dessus se caractérisent par une profonde incertitude, leurs chances de réalisation et leur temporalité ne peuvent, par définition, être reflétées dans les données passées et la possibilité que leurs conséquences soient extrêmes ne peut être exclue. Cependant, à la différence des cygnes noirs, les conséquences du réchauffement climatique, bien qu'incertaines, ont d'une façon ou d'une autre, une très forte probabilité quant à leur réalisation. Autrement dit, si l'on a une incertitude quant au moment de réalisation et à la nature des impacts, il existe une certitude vis-à-vis de la nécessité de prendre des mesures ambitieuses. De plus, les conséquences du réchauffement climatique sont de nature à provoquer des réactions en chaine et des effets en cascade sur l'environnement, la géopolitique, l'économie, etc. En bref, les cygnes verts pourraient obliger les banques centrales à intervenir en tant que « secouriste climatique en dernier ressort ». Intervention qui prendrait probablement la forme d'achats d'une grande quantité d'actifs échoués pour éviter un effondrement financier. Bolton et *al.* concluent donc en posant que les fondements biophysiques de la crise climatique et ses conséquences montrent bien les limites de cette stratégie attentiste[127]. Ils ajoutent que la stabilité

[126] « Ce que nous appelons ici « Cygne Noir » est un évènement qui présente les trois caractéristiques suivantes :

Premièrement, il s'agit d'une aberration ; de fait, il se situe en dehors du cadre de nos attentes ordinaires, car rien dans le passé n'indique de façon convaincante qu'il ait des chances de se produire. Deuxièmement, son impact est extrêmement fort. Troisièmement, en dépit de son statut d'aberration, notre nature humaine nous pousse à élaborer après-coup des explications concernant survenue, le rendant ainsi explicable et prévisible. » TALEB Nassim Nicholas, *Le cygne noir, La puissance de l'imprévisible*, Les belles lettres, 2022, p11.

[127] « Green swan events may force central banks to intervene as "climate rescuers of last resort" and buy large sets of devalued assets, to save the financial system once more. However, the biophysical foundations of such a crisis and its potentially irreversible impacts would quickly show the limits of this "wait and see" strategy. » BOLTON Patrick, DESPRÉS Morgan, PEREIRA DA SILVA Luis Awazu *et al.*, *The Green Swan*, BIS & Banque de France, 2020, p. 1. [« Les cygnes verts pourraient obliger les banques centrales à intervenir en tant que "secouriste climatique en dernier ressort" et à acheter de grandes quantités d'actifs échoués, afin de sauver le système financier une fois de plus.

financière et la stabilité climatique pourraient être considérées comme deux biens publics interconnectés. Considération que l'on peut étendre aux dégradations environnementales causées par l'homme sur la biodiversité. En effet, dans le développement qui va suivre, c'est le réchauffement climatique et ses conséquences qui seront au centre du raisonnement mais il faut dire que l'effondrement de la biodiversité évoqué ci-dessus fait peser des risques tout à fait semblables et pourrait être traité de façon très comparable.

Cependant, les fondements biophysiques d'une telle crise et ses impacts potentiellement irréversibles montreraient rapidement les limites de cette stratégie d'attente. »] (traduction libre).

V- Conclusion

Le réchauffement climatique est porteur de conséquences pour le vivant terrestre, faune et flore, et la civilisation humaine telle que nous la connaissons, qui seront, selon les prévisions des scientifiques, dramatiques. Pour sortir de l'inertie, Jean-Pierre Dupuy nous dit qu'il faut considérer la catastrophe qui vient comme inéluctable pour lui donner le poids nécessaire à l'action. Il est d'autant plus fondamental d'agir et d'agir vite que le réchauffement futur de la planète se décide aujourd'hui et que plus l'on tarde à réduire nos émissions de gaz à effet de serre, plus la planète va réagir en étuve. Il faut rappeler que chaque fragment de degré gagné dans la lutte contre le réchauffement anthropique est une victoire pour maintenir l'habitabilité de la planète.

Dans la joute qui s'engage avec le processus de réchauffement climatique, et donc d'une certaine façon avec nous mêmes, nous avons vu que la finance est appelée à jouer un rôle important pour fournir les fonds nécessaires à la mutation de notre système économique et pour cesser de financer les industries mortifères. Plus particulièrement, les banques centrales sont amenées à être au cœur du changement de paradigme qui doit s'opérer dans le secteur financier. Dans le développement qui va suivre, nous allons nous intéresser plus spécifiquement à l'Eurosystème, c'est à dire la réunion de la Banque Centrale Européenne (BCE) et des banques centrales des pays qui ont adopté l'euro. Nous ferons aussi parfois référence au Système Européen des Banques Centrales (SEBC), c'est à dire la réunion de la BCE et de toutes les banques centrales des pays membres de l'Union Européenne. Cette distinction se retrouve à l'article 282 du TFUE qui dans son premier alinéa pose que :

> *« La Banque centrale européenne et les banques centrales nationales constituent le Système européen de banques centrales (SEBC). La Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des Etats membres dont la monnaie est l'euro, qui constituent l'Eurosystème, conduisent la politique monétaire de l'Union ».*

L'article 1 des statuts de la BCE et du SEBC reprend cette distinction.

Ces dernières années l'Eurosystème s'est montré particulièrement actif sur la question du réchauffement climatique, en engageant par exemple de nombreuses réflexions à l'occasion de sa revue stratégique. Nous y reviendrons. Aussi, cette thématique est abondamment étudiée par les économistes. On ne compte plus les rapports, articles et ouvrages publiés ces dernières années sur « le verdissement » de la politique monétaire. En revanche, elle l'est assez peu par les juristes. Plus généralement, c'est la banque centrale et la monnaie qui sont peu présentes dans la réflexion juridique. D'ailleurs, en 1978 le Doyen Carbonnier faisait remarquer que l'on

> *« rencontre la monnaie dans de très nombreux secteurs du droit français, notamment du droit privé. (...) Seulement, en ces différents points d'émergence, la monnaie est constamment absorbée dans le domaine à propos duquel elle surgit. C'est à peine si, dans les classiques traités de droit civil, quelques développements un peu plus systématiques, au sujet du paiement, soit du prêt, donnent à imaginer qu'il y a place, à côté de la théorie économique, pour une théorie juridique de la monnaie »*[128].

Le Professeur Libchaber ajoute que « omniprésente dans les relations juridiques, la monnaie n'en demeure pas moins l'inconnue du droit : la monnaie qui est partout dans les relations sociales, n'est nulle part dans la pensée juridique »[129]. Le Professeur Martucci suggère que « le constat que la politique monétaire n'est pas l'affaire du juriste pourrait-il s'imposer. De prime abord, politique monétaire et règle juridique ne font pas bon ménage. Le fait monétaire, par nature instable et imprévisible, car éminemment tributaire de fluctuations économiques, ne se laisse pas aisément saisir par la norme de droit »[130]. Cependant, il répond que « la règle juridique n'a pas déserté le champ de la politique monétaire »[131].

---

[128] CARBONNIER Jean, « Nomos, Numisma, variation sur le droit monétaire », in *Mélanges à la mémoire de Michel A. Dendias*, [s. n.], 1978, p. 1275.

[129] LIBCHABER Rémy, *Recherches sur la monnaie en droit privé*, Libr. générale de droit et de jurisprudence, 1992, p. 1.

[130] MARTUCCI Francesco, *L'ordre économique et monétaire de l'Union européenne* [microfiche], Bruylant, 2015, p. 600.

[131] *Ibid.*, p. 601.

Pénétrant donc un champ d'étude habituellement investi par les économistes, à l'instar du Professeur Martucci[132], nous rappellerons donc l'ouverture qu'avait donné le Doyen Ripert à son étude juridique du capitalisme moderne : « qu'on veuille bien entendre la déposition d'un juriste »[133]. Cette démarche nous paraît d'autant plus fondée que Ripert ajoute qu'« il est vain de croire à l'avènement d'un régime nouveau de l'économie si on ne tient pas prêtes les institutions qui lui sont indispensables. Toute révolution sociale doit être en même temps une révolution juridique, sans quoi elle n'est qu'un vain trouble politique »[134]. Par conséquent et au regard des enjeux dont il sera ici question, les juristes ne peuvent rester absents de ces débats.

Les développements qui vont suivre se proposent donc d'apporter un éclairage juridique à un domaine partiellement déserté par la recherche juridique. Si fort heureusement les juristes se sont déjà largement emparés du problème du réchauffement climatique, en revanche, les banques centrales, la politique monétaire et la monnaie demeurent des domaines abandonnés de la recherche juridique. Cette attitude n'est pas tenable. Très modestement, ce travail espère aussi tisser un lien, construire un pont, entre la discipline économique et la discipline juridique sur ces sujets.

Sous un angle juridique, la question du rôle que peut avoir l'Eurosystème dans la lutte contre le réchauffement climatique conduit d'abord à s'interroger sur le mandat qui lui a été donné. Autrement dit, est-il possible pour l'Eurosystème au regard de son mandat d'intégrer la problématique climatique à sa politique monétaire ? Nous verrons dans le développement qui va suivre que l'on peut répondre positivement à cette question. Du reste, nous verrons que les traités européens et les Statuts de la BCE et du SEBC doivent même être lus comme imposant à l'Eurosystème de prendre en compte le réchauffement climatique dans l'élaboration de sa politique monétaire (Partie I). Au regard de cette assertion se pose donc la question de savoir comment l'Eurosystème

[132] *Ibid.*, p. 38.

[133] RIPERT Georges, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, LGDJ, 1992, p. 1.

[134] *Ibid.*

pourrait verdir ses instruments de politique monétaire et surtout ce qu'en dit le droit applicable. On verra que l'on peut envisager un « verdissement » de la plupart des outils de politique monétaire, qu'il s'agisse des instruments conventionnels ou des outils non conventionnels (Partie II).

Partie I – Mandat de l'Eurosystème & réchauffement climatique

« Ce qu'il y a en effet de frappant dans « l'accélération de l'histoire » que nous vivons, c'est que cette vitesse vertigineuse à laquelle le monde court vers l'avenir s'accompagne d'une absence de contrôle sur la direction de marche. »
Romain Gary, La nuit sera calme[135]

Dans cette partie, il conviendra d'analyser si, à droit constant, le mandat du Système européen des banques centrales (SEBC) et de la Banque Centrale Européenne (BCE) leur permet d'adapter leur action à l'exigence de réorientation des flux financiers de façon à guider l'économie vers une moindre production de carbon.

L'analyse du mandat du SEBC nous conduira d'abord à explorer la lecture que l'on pourrait qualifier de « classique » de ce dernier (Chapitre I). Ensuite, nous confronterons cette lecture à la menace que le réchauffement climatique fait peser sur l'économie et nous verrons l'interprétation plus évolutive du mandat qu'il est alors possible d'adopter (Chapitre II).
Nous conclurons que le réchauffement climatique, en raison de l'ampleur des bouleversements dont il est porteur, est de nature à compliquer considérablement le maintien de la stabilité des prix et qu'en conséquence, il doit non seulement être pris en compte par le SEBC et la BCE dans le dessein de leur politique monétaire, mais aussi ces institutions ont l'obligation d'adapter leurs actions à cette problématique.

[135] GARY Romain, *La nuit sera calme*, Gallimard, 1992, p. 118.

CHAPITRE I – ANALYSE CLASSIQUE DES OBJECTIFS DE L'EUROSYSTÈME

À titre liminaire, sur la question du mandat du SEBC et de la BCE, Benoit Cœuré, ancien membre du directoire de la BCE, explique que :

> « *Les objectifs de la politique monétaire sont les buts fondamentaux d'une banque centrale. Pour la plupart des banques centrales dans le monde, il s'agit d'abord de la stabilité des prix. Cet objectif est souvent complété par des préoccupations secondaires telles que la stabilisation de l'activité économique autour de sa tendance soutenable, ou encore la stabilité financière.* »[136]

C'est l'article 127 du TFUE qui expose les objectifs du SEBC dans son premier paragraphe. Celui-ci est rédigé ainsi :

> *« L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé « SEBC », est de maintenir la stabilité des prix. 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. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119. »*

On retrouve ces objectifs dans les Statuts du système européen des banques centrales et de la banque centrale européenne à l'article 2 sous une rédaction tout à fait comparable :

> *« Conformément aux articles 127, paragraphe 1, 282, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, l'objectif principal du SEBC est*

[136] COEURÉ Benoît, « La politique monétaire face à la crise », *Revue d'économie financière*, N° 113, Association d'économie financière, 2014, p. 36.

de maintenir la stabilité des prix. 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. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. »

Une analyse des objectifs du SEBC implique donc de se pencher sur l'objectif principal, c'est-à-dire la stabilité des prix (I), puis sur l'objectif secondaire, qui correspond au soutien des politiques économiques générales dans l'Union (II), et enfin sur le respect des principes auxquels l'action du SEBC et de la BCE doit se plier (III).

Section I – L'objectif principal : la stabilité des prix

L'article 127(1) du TFUE s'ouvre donc en posant que *« L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé « SEBC », est de maintenir la stabilité des prix. »* Le caractère « principal » de cet objectif sur le suivant est renforcé par la façon dont s'ouvre la phrase suivante, à savoir « *sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union… ».* On pourrait penser qu'il s'agit d'une redondance rédactionnelle, mais en vérité l'ajout de la mention « sans préjudice de l'objectif de stabilité » est une clarification hiérarchique des objectifs du SEBC. Certes, il y a un objectif principal et donc un objectif secondaire, mais l'articulation entre le premier et le second ne doit pas se faire de façon à aménager l'un avec l'autre, mais de façon à respecter le second sans porter atteinte au premier. L'objectif principal de stabilité des prix doit donc toujours primer sur l'objectif secondaire de soutien aux politiques économiques. Autrement dit, comme l'explique Rémi Pellet « ce n'est que dans la mesure où l'objectif de stabilité des prix n'est pas mis en cause, que le SEBC peut prendre des décisions qui ont un autre objectif »[137]. Il note d'ailleurs que cet objectif est identique à celui que devait suivre la Banque centrale allemande après la seconde Guerre mondiale mais qu'il s'écarte du mandat dual confié à la Réserve fédérale américaine (FED), qui allie recherche de la stabilité des prix, plein-emploi et des taux d'intérêt à long terme modérés[138].

[137] PELLET Rémi, *Droit financier public*, PUF, 2018, p. 663.

[138] « The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates. » U.S. Federal Reserve Act, Section 2A, Monetary policy objectives. [« Le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et le Comité fédéral de l'open market doivent maintenir une croissance à long terme des agrégats monétaires et de crédit proportionnelle au potentiel d'augmentation de la production à long terme de l'économie, de manière à promouvoir efficacement les objectifs d'un emploi maximum, de prix stables et de taux d'intérêt à long terme modérés. »] (traduction libre)

En Europe, l'importance de la stabilité des prix avait été mis en exergue dès le traité de Rome de 1957 instituant la Communauté Économique Européenne et qui prévoyait en son article 104 que :

> *« Chaque État membre pratique la politique économique nécessaire en vue d'assurer l'équilibre de sa balance globale des paiements et de maintenir la confiance dans sa monnaie, tout en veillant à assurer un haut degré d'emploi et la stabilité du niveau des prix. »*

Ce traité institua à l'époque un Comité monétaire chargé de la coordination monétaire entre les pays membres et doté d'un rôle consultatif. L'objectif alors était surtout de mettre en place la liberté de circulation des capitaux et d'harmoniser les politiques de change des pays membres. Ce traité fut ensuite modifié par l'Acte Unique européen en 1987 qui introduira le système monétaire européen (SME) pour renforcer la coopération en matière monétaire.

L'article 127 du TFUE tel qu'on le connait aujourd'hui fut introduit pour la première fois par le traité de Maastricht en 1992 avec son article 105 qui ouvrait le chapitre consacré à la politique monétaire. À l'instar de René Smits, Niall Lenihan expliquait dans une conférence au FMI en 2006 que le maintien de la stabilité des prix peut être qualifié de *Grundnorm*, ou de « raison d'être », du SEBC puisque cet objectif se trouve inscrit dans le TFUE et que celui-ci ne peut être modifié que par le biais d'une conférence intergouvernementale suivie de la ratification des modifications par tous les États membres conformément à leurs règles constitutionnelles respectives[139].

Pour comprendre ce qui a conduit les rédacteurs du TFUE et des Statuts à consacrer la stabilité des prix en objectif principal du SEBC, il convient de faire un

---

[139] « The maintenance of price stability can be properly characterized as the Grundnorm, or raison d'être, of the ESCB. Because the primary objective of price stability is written into the EC Treaty, it can only be amended by means of an intergovernmental conference followed by ratification of the amendments by all the member states in accordance with their respective constitutional requirements. » Niall Lenihan, *The Price Stability Mandate of the European System of Central Banks: A Legal Perspective*, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law Washington, D.C., Octobre 2006, p. 20. [« Le maintien de la stabilité des prix peut être qualifié de Grundnorm, ou de raison d'être, du SEBC. L'objectif principal de la stabilité des prix étant inscrit dans le traité CE, celui-ci ne peut être modifié que par le biais d'une conférence intergouvernementale suivie de la ratification des modifications par tous les États membres conformément à leurs règles constitutionnelles respectives. »] (traduction libre)

détour par la théorie économique (A). Nous analyserons ensuite les implications juridiques de cet objectif principal (B).

I- Fondement économique de l'objectif de stabilité des prix

L'objectif de stabilité des prix repose sur ce qui était à l'époque de la négociation du traité de Maastricht un consensus économique porté par les monétaristes de l'école de Chicago. Le monétarisme, explique Rémi Pellet, est bâti sur l'idée « que l'inflation est un phénomène nocif d'origine strictement monétaire et qu'il faut laisser le contrôle à court terme de la quantité de monnaie en circulation à des Banques centrales indépendantes »[140]. À l'aide de mesures sur l'évolution de la masse monétaire, les banques centrales doivent donc faire en sorte que celle-ci ne diminue pas trop (crise de 1929) ou n'augmente pas excessivement (années 1960).

En effet, à titre d'exemple, on peut citer les travaux de Stanley Fischer qui expliquait dans un article publié en 1993 qu'il était alors largement admis qu'un cadre macroéconomique stable est nécessaire, mais pas suffisant, pour une croissance économique durable. Il ajoutait que la croissance est négativement associée à l'inflation et positivement associée à de bons résultats budgétaires et à des marchés des changes non faussés[141]. Fischer précise que l'inflation réduit la croissance en diminuant les investissements et en réduisant le taux de croissance de la productivité[142]. En somme,

---

[140] *Ibid.*, p. 468.

[141] « It is now widely accepted that a stable macroeconomic framework is necessary though not sufficient for sustainable economic growth. (…) growth is negatively associated with inflation and positively associated with good fiscal performance and undistorted foreign exchange markets. » FISCHER Stanley, « The role of macroeconomic factors in growth », *Journal of Monetary Economics*, 32, 1993, p. 485. [« Il est désormais largement admis qu'un cadre macroéconomique stable est nécessaire, mais pas suffisant, pour assurer une croissance économique durable. (...) la croissance est associée négativement à l'inflation et positivement à de bons résultats budgétaires ainsi qu'à des marchés des changes non faussés.»] (traduction libre)

[142] « The broad range of evidence reviewed and presented in this paper supports the conventional view that a stable macroeconomic environment, meaning a reasonably low rate of inflation and a small budget deficit, is conducive to sustained economic growth. (…) inflation reduces growth by reducing investment and by reducing the rate of productivity growth. » *Ibid.*, p. 510. [« Le large éventail de preuves examinées et présentées dans cet article soutient le point de vue conventionnel selon lequel un environnement macroéconomique stable, c'est-à-dire un taux d'inflation raisonnablement bas et un déficit budgétaire faible, est propice à une croissance économique soutenue. (...) l'inflation réduit la croissance en diminuant l'investissement et en réduisant le taux de croissance de la productivité. »] (traduction libre)

un taux d'inflation faible était ainsi considéré comme un prérequis à la croissance et au développement économique.

Par ailleurs, si cet objectif de stabilité des prix s'est retrouvé dans le mandat du SEBC, c'est aussi en raison du consensus autour de l'idée de Milton Friedman selon laquelle l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire. Il précise que l'inflation n'est et ne peut être produite que par une augmentation plus rapide de la quantité de monnaie par rapport à la production[143]. Autrement dit, Stéphanie Kelton explique que derrière cette formule, Friedman voulait dire qu'une trop grande quantité d'argent est toujours la raison des épisodes inflationnistes et que si les prix ne sont pas stables, cela s'explique par le fait que la banque centrale tente de forcer l'économie à créer trop d'emplois en laissant la masse monétaire augmenter trop rapidement[144]. En effet, Friedman explique que si l'on tente d'utiliser la politique monétaire pour pousser l'économie au-delà de son potentiel de production, les prix augmentent, et si l'on use de ce procédé à plusieurs reprises, les agents économiques finissent par fixer leurs prix en anticipant l'inflation ce qui conduit à des prix encore plus élevés. C'est pourquoi il dit qu'il y a toujours un compromis temporaire entre l'inflation et le chômage, mais qu'il n'y a pas de compromis permanent[145]. C'est ce qui conduit Friedman à considérer la monnaie comme neutre à long terme.

---

[143] « It follows from the propositions I have so far stated that inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output. However, there are many different possible reasons for monetary growth, including gold discoveries, fi nancing of government spending, and fi nancing of private spending » FRIEDMAN Milton, GOODHART Charles A. E. et WOOD Geoffrey (dir.), *Money, inflation and the constitutional position of the central bank*, Inst. of Economic Affairs, 2003, p. 85. [« Il découle des propositions que j'ai énoncées jusqu'à présent que l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire, en ce sens qu'elle est et ne peut être produite que par une augmentation plus rapide de la quantité de monnaie par rapport à la production. Cependant, il existe de nombreuses raisons possibles pouvant entrainer la croissance monétaire, y compris les découvertes d'or, le financement des dépenses publiques et le financement des dépenses privées. »] (traduction libre)

[144] « According to Friedman, "inflation is always and everywhere a monetary phenomenon." What he meant was that too much money is the culprit in any inflationary episode. If prices weren't stable, it was because the central bank was trying to force the economy to create too many jobs by allowing the money supply to increase too rapidly. » KELTON Stephanie, *The deficit myth*, [s. n.], 2020, p. 48. [« Selon Friedman, « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ». Pour lui, c'est que l'excès de monnaie qui est coupable de tout épisode inflationniste. Si les prix ne sont pas stables, c'est parce que la banque centrale tente de forcer l'économie à créer trop d'emplois en permettant à la masse monétaire d'augmenter trop rapidement. »] (traduction libre)

[145] « To state this conclusion differently, there is always a temporary trade-off between inflation and unemployment; there is no permanent trade-off. The temporary trade-off comes not from inflation per

Le paradigme économique posé par Friedman se construit en réaction aux conceptions keynésiennes qui estimait à l'inverse qu'il est légitime de laisser croître la masse monétaire de façon à atteindre un faible taux de chômage. Kelton résume la théorie keynésienne en expliquant que plus d'argent signifie plus de dépenses, ce qui signifie que les entreprises doivent embaucher davantage de travailleurs et augmenter la production pour satisfaire une demande plus élevée. Ainsi, le chômage diminuant, la possibilité d'inflation augmente, car l'augmentation de l'embauche entraîne une hausse des salaires et des prix. En somme, selon les keynésiens on obtient plus d'emplois au prix de plus d'inflation[146].
Pour Friedman, il était donc important de donner à la Réserve fédérale le pouvoir discrétionnaire d'arbitrer entre une baisse du chômage et une hausse de l'inflation, de façon à obliger la banque centrale à accepter le fait qu'un certain niveau de chômage est nécessaire pour maintenir l'inflation stable.

Ben Bernanke et ses coauteurs soulignent que la gestion de la macroéconomie pourrait être orientée vers de nombreux objectifs comme une croissance élevée, un

---

se, but from unanticipated inflation, which generally means, from a rising rate of inflation. The widespread belief that there is a permanent trade-off is a sophisticated version of the confusion between "high" and "rising" that we all recognize in simpler forms. A rising rate of inflation may reduce unemployment, a high rate will not. » FRIEDMAN Milton, « The Role of Monetary Policy », *The American Economic Review*, 58, 1968, p. 11. [« Pour formuler cette conclusion autrement, il y a toujours un arbitrage temporaire entre l'inflation et le chômage ; il n'y a pas d'arbitrage permanent. L'arbitrage temporaire ne provient pas de l'inflation en soi, mais de l'inflation non anticipée, ce qui signifie généralement un taux d'inflation en hausse. La croyance largement répandue selon laquelle il existe un arbitrage permanent est une version sophistiquée de la confusion entre « élevé » et « croissant » que nous reconnaissons tous sous des formes plus simples. Un taux d'inflation croissant peut réduire le chômage, un taux élevé ne le fera pas. »] (traduction libre)

[146] « Keynesian economists believed that expanding the money supply was a perfectly legitimate tool for central banks to use in pursuit of low unemployment. More money would mean more spending, which would mean business needed to hire more workers and produce more output to satisfy higher demand. Unemployment would fall, and the possibility of inflation would increase as more hiring led to higher wages and prices. You got more of something good – jobs – at the cost of something bad – inflation. » KELTON Stephanie, *op. cit.* [« Les économistes keynésiens pensaient que l'augmentation de la masse monétaire était un outil parfaitement légitime que les banques centrales pouvaient utiliser pour réduire le chômage. Plus d'argent signifierait plus de dépenses, ce qui signifierait que les entreprises devraient embaucher plus de travailleurs et produire plus pour satisfaire une demande plus élevée. Le chômage diminuerait et la possibilité d'inflation augmenterait, car l'embauche accrue entraînerait une hausse des salaires et des prix. L'augmentation d'une bonne chose - l'emploi - se fait au prix d'une mauvaise chose - l'inflation. »] (traduction libre)

faible taux de chômage, la stabilité financière, ou un déficit commercial aussi faible que possible. Cependant, ils estiment que la politique monétaire met l'accent sur la stabilité des prix pour trois raisons. D'abord car la plupart des macroéconomistes s'accordent à dire que, à long terme, le taux d'inflation est la seule variable macroéconomique sur laquelle la politique monétaire peut agir. Ensuite, car il existe aujourd'hui un certain consensus sur le fait que même des taux d'inflation modérés nuisent à l'efficacité et à la croissance économique et que le maintien d'un taux d'inflation faible et stable est important, voire nécessaire, pour atteindre d'autres objectifs macroéconomiques. Enfin, et selon eux surtout, car la stabilité des prix fournit un élément conceptuel clé dans le cadre global de l'élaboration de la politique. Ce cadre aide les décideurs à communiquer leurs intentions au public et à imposer un certain degré de responsabilité et de discipline à la banque centrale et au gouvernement lui-même[147].

---

[147] « In general, macroeconomic policy has many goals besides low inflation, including high real growth, low unemployment, financial stability, a not-too-excessive trade deficit, and so on. Yet a central tenet of inflation targeting is that price stability must be the primary long-run goal of monetary policy. This emphasis on price stability to the seeming exclusion of other objectives demands some explanation. The inflation targeter's case for stressing long-run price stability in formulating monetary policy, and in communicating policy intentions to the public, rests on three arguments. (…) Further, most macroeconomists agree that, in the long run, the inflation rate is the only macroeconomic variable that monetary policy can affect. (…) Second, there is by now something of a consensus that even moderate rates of inflation are harmful to economic efficiency and growth, and that the maintenance of a low and stable inflation rate is important, perhaps necessary, for achieving other macroeconomic goals. (…) Third, and in our view most essentially, the establishment of price stability as the primary long-run goal of monetary policy provides a key conceptual element in the overall framework of policy-making. That framework helps policy-makers to communicate their intentions to the public and to impose some degree of accountability and discipline on the central bank and on the government itself. » BERNANKE Ben S., LAUBACH Thomas, MISHKIN Frederic S. *et al.*, *Inflation Targeting*, Princeton University Press, 2001, p. 10. [« En général, la politique macroéconomique a de nombreux objectifs en dehors d'une faible inflation, notamment une croissance réelle élevée, un faible taux de chômage, la stabilité financière, un déficit commercial pas trop excessif, etc. Pourtant, l'un des principes fondamentaux du ciblage de l'inflation est que la stabilité des prix doit être le principal objectif à long terme de la politique monétaire. Cette insistance sur la stabilité des prix, à l'exclusion apparente d'autres objectifs, mérite quelques explications. L'argumentaire des partisans du ciblage de l'inflation en faveur de la stabilité des prix à long terme dans la formulation de la politique monétaire et dans la communication des intentions de politique monétaire au public repose sur trois arguments. (...) En premier lieu, la plupart des macroéconomistes s'accordent à dire qu'à long terme, le taux d'inflation est la seule variable macroéconomique sur laquelle la politique monétaire peut influer. (...) Deuxièmement, il existe désormais un consensus sur le fait que même des taux d'inflation modérés sont préjudiciables à l'efficacité et à la croissance économiques et que le maintien d'un taux d'inflation faible et stable est important, voire nécessaire, pour atteindre d'autres objectifs macroéconomiques. (...) Troisièmement, et c'est à notre avis le point le plus important, l'établissement de la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire fournit un élément conceptuel clé dans le cadre général de l'élaboration de la politique. Ce cadre aide les décideurs à communiquer leurs intentions au public

Peter Ireland expliquait en 1993 qu'un programme de stabilité des prix a deux objectifs distincts, d'une part de réduire à zéro le taux d'inflation attendu et d'autre part d'éliminer l'incertitude quant aux variations à long terme du niveau des prix. Le fait d'atteindre ces deux objectifs permettrait à la politique monétaire de ne plus avoir des effets perturbateurs sur l'économie réelle et sur les marchés financiers[148].

À cette définition assez stricte, la pratique semble préférer une définition plus souple[149], notamment celle donnée par Alan Greenspan devant le Congrès des Etats-Unis en 1989, qui explique que la stabilité des prix signifie que les variations attendues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles et progressives pour ne pas influer sensiblement sur les décisions financières des entreprises et des ménages[150].

---

et à imposer un certain degré de responsabilité et de discipline à la banque centrale et au gouvernement lui-même. »] (traduction libre)

[148] « A program for price stability actually has two distinct objectives; achieving each objective has its own distinct benefits. The first objective is to reduce the expected rate of price inflation to zero. The second objective is to eliminate uncertainty about long-run changes in the price level. When these two objectives are met, monetary policy ceases to have disruptive effects in the real economy and in financial markets » IRELAND Peter, « Price Stability Under Long-Run Monetary Targeting » [en ligne], *Federal Reserve Bank of Richmond*, 79, 1993, p. 25, [consulté le 16 octobre 2020]. [« Un programme de stabilité des prix a en fait deux objectifs distincts ; la réalisation de chacun d'entre eux présente des avantages distincts. Le premier objectif est de ramener à zéro le taux attendu de hausse des prix. Le second objectif est d'éliminer l'incertitude concernant les variations à long terme du niveau des prix. Lorsque ces deux objectifs sont atteints, la politique monétaire cesse d'avoir des effets perturbateurs sur l'économie réelle et les marchés financiers. »] (traduction libre)

[149] « Strictly speaking, price stability is defined by two conditions: (1) an absence of long-term price-level uncertainty, and (2) an expected inflation rate of zero. The definition used in practice is often less strict. The second condition is not that stringent. Problems involved in measuring price increases accurately mean that a slightly positive expected inflation rate is deemed to satisfy this condition, as long as it is more or less constant. Some observers go even further and settle for fulfilment of the second condition and ignore the first condition. Price stability is therefore defined as a situation where expected changes in the average price level are small enough and gradual enough that they do not materially enter business and household financial decisions. » BORDES Christian et CLERC Laurent, « Price Stability and the Ecb's Monetary Policy Strategy* », *Journal of Economic Surveys*, 21, 2007, p. 269. [« Au sens strict, la stabilité des prix est définie par deux conditions : (1) l'absence d'incertitude à long terme sur le niveau des prix et (2) un taux d'inflation attendu égal à zéro. La définition utilisée dans la pratique est souvent moins stricte. La deuxième condition n'est pas si limitée. Les problèmes liés à la mesure précise de la hausse des prix font qu'un taux d'inflation anticipé légèrement positif est considéré comme satisfaisant à cette condition, pour autant qu'il soit plus ou moins constant. Certains observateurs vont même plus loin et se contentent de remplir la deuxième condition en ignorant la première. La stabilité des prix est donc définie comme une situation dans laquelle les variations attendues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles et progressives pour ne pas influer sensiblement sur les décisions financières des entreprises et des ménages. »] (traduction libre)

[150] « price stability means, expected changes in the average price level are small enough and gradual enough that they do not materially enter business and household financial decisions » GREENSPAN

Œuvrer pour la stabilité des prix, c'est donc principalement lutter contre l'inflation.

La volonté de lutter aussi farouchement contre l'inflation remonte, si l'on en croit Adam Tooze et Stefan Eich, aux années 70 avec la fin du système de Bretton Woods et de l'étalon or[151]. Le mandat donné à la Bank Deutscher Länder comportait déjà cet objectif, ce qui se retrouva ensuite dans le texte fondateur de la Bundesbank du 26 juillet 1957, le Bundesbank Act ou *Bundesbankgesetz.* Ce texte a été révisé le 22 octobre 1992 puis modifié le 4 juillet 2014 mais l'on trouve toujours, très logiquement, cette mention dans l'article 3.[152] Tooze et Eich expliquent que dans les années 70, l'inflation était déjà prise extrêmement au sérieux et que l'hostilité à son égard rendait politiquement très dangereux le fait de vouloir prioriser un stimulus économique sur la stabilité des prix[153]. Michel Foucault, dans Naissance de la Biopolitique, lorsqu'il s'intéresse à l'ordolibéralisme allemand et à l'école de Fribourg, explique que :

> *« En particulier, la politique néolibérale à l'égard du chômage est parfaitement claire. Il n'y a absolument pas dans une situation de chômage, quel que soit le taux de chômage, à intervenir directement ou en premier lieu sur le chômage, comme si le plein emploi devait être un idéal politique et un principe économique à sauver en tout état de cause. Ce qui est à sauver, et qui est à sauver d'abord et avant tout, c'est la stabilité des prix. Cette stabilité des prix permettra effectivement, sans doute, par la suite, et le maintien du pouvoir d'achat et l'existence d'un niveau d'emploi plus élevé qu'en crise de chômage, mais le plein emploi n'est pas un objectif, et il peut même se trouver qu'un volant de chômage soit absolument nécessaire pour l'économie »*[154].

Alan, « Monetary Policy Report to the Congress : Statement before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate ». [« La stabilité des prix signifie que les variations attendues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles et progressives pour ne pas influer sensiblement sur les décisions financières des entreprises et des ménages. »] (traduction libre)

[151] EICH Stefan et TOOZE Adam, « The Great Inflation », in *Vorgeschichte der Gegenwart: Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, Vandenhoeck & Ruprecht, 2016.

[152] « Bundesbank Act (Bundesbankgesetz, BBankG) du 22 octobre 1992 », [consulté le 4 décembre 2020].

[153] EICH Stefan et TOOZE Adam, *op. cit.*, p. 182.

[154] FOUCAULT Michel, *Naissance de la biopolitique*, Gallimard : Seuil, 2004, p. 144.

En France, on retrouve cela avec l'élection de Valery Giscard d'Estaing et la nomination de Raymond Barre au poste de premier ministre et ministre de L'Économie et des finances en 1976. Dans son discours à l'Assemblée Nationale du 26 octobre 1976, Raymond Barre fera de la lutte contre l'inflation sa priorité :

> *« Dans les circonstances actuelles, où l'effort principal de la Nation doit se concentrer sur la poursuite déterminée de la lutte contre l'inflation et du redressement de l'économie française, (...).*
>
> *En effet, aucun pays ne peut durablement s'accommoder de l'inflation sans risquer de succomber à de graves désordres économiques et sociaux et de perdre sa liberté d'action. (...) La lutte contre l'inflation est aujourd'hui un préalable à toute ambition nationale. (...) La lutte contre l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est la condition pour que notre pays devienne chaque jour davantage une société de liberté et de progrès. (...) Mesdames, Messieurs les Députés, en vous exposant la politique générale du Gouvernement, j'ai moins souhaité vous présenter un catalogue de mesures diverses qu'essayé de vous en faire apparaître la logique profonde. Elle est tout entière inspirée par un seul objectif : vaincre l'inflation, car si nous n'y parvenons pas, la France, je le répète, ne pourra pas poursuivre sa politique de développement économique, de progrès social et d'indépendance »* [155].

On trouvera au niveau européen une traduction juridique indirecte de cela en 1988 avec la directive du conseil du 24 juin supprimant les restrictions aux mouvements de capitaux. La libéralisation des capitaux allant main dans la main avec la volonté de lutter contre l'inflation en liant la France, notamment, au Système Monétaire Européen et donc indirectement à la politique monétaire de la Bundesbank[156].

---

[155] BARRE Raymond, « Discours à l'Assemblée nationale », 1976.

[156] « The decontrol of the capital account went hand in hand with attempts to bring down inflation by tying France to the EMS and thereby indirectly to the monetary policy of the Bundesbank. » EICH Stefan et TOOZE Adam, *op. cit.*, p. 191. [« Le libéralisation de la circulation des capitaux est allé de pair avec les tentatives de réduire l'inflation en liant la France au SME et donc indirectement à la politique monétaire de la Bundesbank.»] (traduction libre)

Cette aversion de l'inflation a fait son chemin jusqu'à se retrouver propulsée comme priorité de la BCE et même comme justification de son indépendance.
En effet, comme l'expliquent Clément Fontan et Antoine de Cabanes, a émergé dans les années 70 et surtout 80, un ensemble théorique affirmant que « les banquiers centraux doivent être indépendants pour que leurs décisions monétaires, uniquement fondées sur leur expertise économique et visant à la stabilité des prix, soient crédibles aux yeux des opérateurs financiers. Ainsi, les politiques monétaires auraient un impact « neutre » à moyen et long terme sur la croissance économique, car celles-ci seraient seulement dépendantes de facteurs structurels tels que le niveau d'éducation ou la législation du marché du travail. Le seul rôle macro-économique que peuvent jouer les banques centrales consiste à mobiliser leur expertise pour ajuster les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire aux perspectives de croissance économique à plus long terme. Afin de pouvoir remplir ce rôle, les banquiers centraux doivent être isolés des pressions politiques afin que leurs décisions expertes puissent être crédibles aux yeux des agents économiques »[157].

Adam Tooze explique que l'indépendance de la banque centrale signifie surtout l'absence de toute orientation par rapport aux préoccupations court-termistes des politiciens, de façon à ce que les banquiers centraux aient une grande liberté dans la mise en place de la politique monétaire dans le but de réduire l'inflation, mais aussi d'instaurer de façon durable un régime de confiance dans la stabilité monétaire[158].

---

[157] CABANES Antoine De et FONTAN Clément, « La Cour de Justice face à Gauweiler : La mise en récit de l'indépendance de la BCE », in *Les récits judiciaires de l'Europe Concepts et typologie*, [s. n.], 2019, p. 171.

[158] « As the idea emerged in the 20th century, central bank independence meant above all freedom from direction by the short-term concerns of politicians. Instead, central bankers would be allowed to set monetary policy as they saw fit, usually with a view not only to bringing down inflation but to permanently installing a regime of confidence in monetary stability—what economists call anchoring price expectations. » TOOZE Adam, « The Death of the Central Bank Myth » [en ligne], *Foreign Policy,* [consulté le 2 février 2024]. [« Telle qu'elle est apparue au XXe siècle, l'indépendance de la banque centrale signifiait surtout qu'elle n'était pas soumise aux préoccupations de court terme des hommes politiques. Au lieu de cela, les banquiers centraux seraient autorisés à définir la politique monétaire comme ils l'entendent, généralement dans le but non seulement de réduire l'inflation, mais aussi d'installer de manière permanente un régime de confiance dans la stabilité monétaire - ce que les économistes appellent l'ancrage des anticipations de prix. »] (traduction libre)

Otmar Issing, ancien membre du directoire de la BCE estime lui aussi que la théorie et la pratique ont confirmé l'importance d'un cadre institutionnel approprié pour la banque centrale, fondé sur l'indépendance et une orientation claire vers la stabilité des prix, complété par une stratégie de politique monétaire saine.[159] Nombreuses sont les publications en ce sens. De façon pionnière à ce courant de pensée, dès 1977 Finn Kydland et Edward Prescrott estimaient que les décideurs politiques devraient suivre des règles préétablies plutôt que d'avoir un pouvoir discrétionnaire. Selon eux, un tel pouvoir discrétionnaire implique de choisir la décision qui est la meilleure compte tenu de la situation actuelle, ce qui engendre, soit une planification cohérente mais non optimale, soit une instabilité économique[160]. En 1981, James Buchanan avança également qu'il serait avantageux aussi bien pour le gouvernement que pour les utilisateurs de la monnaie de s'entendre sur une règle qui encadrerait la création d'argent selon une trajectoire prévisible[161].

---

[159]« Theory and practice have confirmed the importance of an appropriate institutional framework for the central bank based on independence and a clear focus on price stability, supplemented by a sound monetary policy strategy. » ISSING Ottmar, « Central Bank Independence - Economic and Political Dimensions », *National Institute Economic Review*, 196, Cambridge University Press, 2006, p. 66. [« La théorie et la pratique ont confirmé l'importance d'un cadre institutionnel approprié pour la banque centrale, fondé sur l'indépendance et une orientation claire vers la stabilité des prix, complétée par une stratégie de politique monétaire solide. »] (traduction libre)

[160] « We find that discretionary policy for which policymakers select the best action, given the current situation, will not typically result in the social objective function being maximized. Rather, by relying on some policy rules, economic performance can be improved. In effect this is an argument for rules rather than discretion (…) » KYDLAND Finn E. et PRESCOTT Edward C., « Rules Rather than Discretion », *Journal of Political Economy*, 85, University of Chicago Press, 1977, pp 473-474. [« Nous constatons que la politique discrétionnaire pour laquelle les décideurs politiques choisissent la meilleure action, compte tenu de la situation actuelle, n'aboutira généralement pas à la maximisation de l'objectif sociale. Au contraire, en s'appuyant sur certaines règles politiques, les performances économiques peuvent être améliorées. Il s'agit en fait d'un argument en faveur des règles plutôt que du pouvoir discrétionnaire (...) »] (traduction libre)

[161] « In the situations described above, it will be advantageous for both the prospective holders-users of real money balances and the government (even if the latter is described accurately as a permanent Leviathan) to agree on a genuine constitutional rule that will constrain the issue of money along some predictable path. Such a rule would, of course, restrict the revenue-seeking- flexibility of Leviathan. But, as the analysis suggests, such a constraint might succeed in generating generalized expectations that money issue will be kept within bounds. » BRENNAN Geoffrey et BUCHANAN James, « Revenue Implications of Money Creation under Leviathan », *The American Economic Review*, 71, American Economic Association, 1981, p. 351. [« Dans les situations décrites ci-dessus, il sera avantageux pour les détenteurs/utilisateurs de monnaie et pour le gouvernement (même si ce dernier est décrit avec précision comme un Léviathan permanent) de se mettre d'accord sur une véritable règle constitutionnelle qui contraindra l'émission de monnaie à suivre une trajectoire prévisible. Une telle règle limiterait bien sûr la flexibilité du Léviathan en matière de recherche de revenus. Mais, comme

En 1983, Robert Barro et David Gordon arrivent à une conclusion comparable[162]. On peut aussi souligner un article de Kenneth Rogoff de 1985 dans lequel il explique que la société peut s'améliorer en choisissant à la tête de la banque centrale indépendante un agent dont on sait qu'il accorde un plus grand poids à la stabilisation de l'inflation qu'à la stabilisation du chômage. Pour ce faire, il souligne que la réputation du banquier central est un élément déterminant et que ce dernier doit être connu pour être opposé à l'inflation[163]. Dans un article de 1993, Alberto Alesina et Lawrence Summers concluent que la discipline monétaire associée à l'indépendance de la banque centrale réduit le niveau et la variabilité de l'inflation[164].

L'idée est en effet que l'efficacité de la politique monétaire repose sur la crédibilité des banquiers centraux qui elle-même dépend de leur indépendance.

---

le suggère l'analyse, une telle contrainte pourrait réussir à générer des attentes généralisées selon lesquelles l'émission de monnaie sera maintenue dans des limites. »] (traduction libre)

[162] « In a discretionary regime the monetary authority can print more money and create more inflation than people expect. But, although these inflation surprises can have some benefits, they cannot arise systematically in equilibrium when people understand the policymaker's incentives and form their expectations accordingly. Because the policymaker has the power to create inflation shocks ex post, the equilibrium growth rates of money and prices turn out to be higher than otherwise. Therefore, enforced commitments (rules) for monetary behavior can improve matters. » BARRO Robert J. et GORDON David B., « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, 12, 1983, p. 101. [« Dans un régime discrétionnaire, les autorités monétaires peuvent imprimer plus de monnaie et créer plus d'inflation que prévu. Cependant, bien que ces surprises inflationnistes puissent présenter certains avantages, elles ne peuvent pas se produire systématiquement à l'équilibre lorsque les gens comprennent les incitations du décideur et forment leurs anticipations en conséquence. Comme le décideur a le pouvoir de créer des chocs inflationnistes ex post, le taux de croissance d'équilibre de la monnaie et des prix s'avèrent plus élevés qu'ils ne l'auraient été autrement. Par conséquent, l'obligation de respecter ses engagements (via règles) en matière de comportement monétaire peut améliorer la situation. »] (traduction libre)

[163] « We demonstrate that society can make itself better off by selecting an agent to head the independent central bank who is known to place a greater weight on inflation stabilization (relative to unemployment stabilization) (…) » ROGOFF Kenneth, « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1985 p. 1170. [« Nous démontrons que la société peut se porter mieux en choisissant un agent à la tête de la banque centrale indépendante qui est connu pour accorder une plus grande importance à la stabilisation de l'inflation (par rapport à la stabilisation du chômage) (...) »] (traduction libre)

[164] « These results suggest that monetary discipline associated with central bank independence reduces the level and variability of inflation but does not have either large benefits or costs in terms of real macroeconomic performance. » ALESINA Alberto et SUMMERS Lawrence H., « Central Bank Independence and Macroeconomic Performance », *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, [Wiley, Ohio State University Press], 1993, p. 159. [« Ces résultats suggèrent que la discipline monétaire associée à l'indépendance de la banque centrale réduit le niveau et la variabilité de l'inflation mais n'a pas d'avantages ou de coûts importants en termes de performances macroéconomiques réelles. »] (traduction libre)

Ce récit, bien que contesté, demeure la version « officielle » ayant présidé à l'indépendance des banques centrales, par exemple dans un discours du 26 octobre 2018 Mario Draghi expliquait que :

> *« La justification de la délégation de pouvoirs à des banques centrales indépendantes a principalement évolué à partir de l'expérience des années 1970. À l'époque, les décideurs politiques pensaient qu'il existait un compromis entre le chômage et l'inflation, grâce auquel la politique monétaire pouvait obtenir une hausse permanente de l'emploi au prix d'une inflation légèrement plus élevée.*
>
> *Ce compromis reposait sur l'idée qu'une augmentation de la masse monétaire pouvait stimuler la demande globale et l'emploi, tout en maintenant les anticipations d'inflation bien ancrées.*
>
> *Cette politique s'est révélée incohérente dans le temps. (...) En fait, l'inflation et le chômage avaient tendance à augmenter en même temps.*
>
> *Par conséquent, pour surmonter l'incohérence temporelle, les banques centrales devaient retrouver leur crédibilité en tant qu'institutions capables d'assurer la stabilité des prix. Elles se sont donc engagées sur une voie non inflationniste tout en résistant à toute pression politique visant à poursuivre des objectifs autres que la stabilité des prix »* [165].

[165] « The rationale for delegating powers to independent central banks evolved mainly from the experience of the 1970s. At that time, policymakers believed that there was a stable trade-off between unemployment and inflation, whereby monetary policy could achieve permanently higher employment at the cost of slightly higher inflation.

The trade-off rested on the notion that an increase in the money supply could boost aggregate demand and stimulate employment, while keeping inflation expectations well anchored.

This policy was revealed to be time-inconsistent. (…)

In fact, inflation and unemployment had a tendency to rise in tandem. Therefore, to overcome time-inconsistency, central banks had to regain credibility as institutions capable of delivering price stability. They thus committed to a non-inflationary path while resisting any political pressure to pursue objectives other than price stability. » DRAGHI Mario, « Central bank independence - First Lamfalussy Lecture », 2018, [en ligne], [consulté le 11 décembre 2020].

Cette indépendance trouve une consécration dans les traités à l'article 130 du TFUE qui s'ouvre en posant que :

> *« Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et les statuts du SEBC et de la BCE, ni la Banque centrale européenne, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. »*

La CJCE a eu l'occasion de souligner en 2003, dans un arrêt Commission contre BCE, que cet article vise à :

> « *préserver la BCE de toutes pressions politiques afin de lui permettre de poursuivre efficacement les objectifs assignés à ses missions, grâce à l'exercice indépendant des pouvoirs spécifiques dont elle dispose à ces fins en vertu du traité CE et des statuts du SEBC.* »[166]

Néanmoins, il est nécessaire de souligner que cette lecture de l'indépendance des banques centrales est remise en cause. Par exemple, James Forder explique que si l'on se penche sur l'argument selon lequel une banque centrale indépendante serait plus crédible, on constate qu'il est erroné. En effet, selon lui, il n'y a pas de raison de traiter le problème de la crédibilité comme un problème particulier des décideurs politiques et d'imaginer qu'il puisse être résolu simplement par l'indépendance d'une banque centrale[167].

---

[166] CJCE, « Arrêt du 10 juillet 2003, Commission c. BCE, C-11/00 », 2003.

[167] « Since the issue of central bank independence came to prominence, its advocates have succeeded in bringing about legislative change in many countries, and changes of attitude in others. Whether these changes are in accordance with the proposals of the literature, in any way mandated by theory or supported by evidence is, however, open to doubt. The literature does not, in general, support unambiguous commitments to price stability. Nor does it, in general, support the view that central banks should be as independent as possible. The evidence, in so far as there ever was any, now appears to have vanished. Even the 'credibility problem', which so many advocates of central bank independence appear to think the crux, is elusive in both theory and data. » FORDER James, « Central Bank Independence », *Oxford Economic Papers*, 50, Oxford University Press, 1998, p. 311. [« Depuis que la question de l'indépendance des banques centrales a été mise en avant, ses défenseurs ont réussi à faire évoluer la législation dans de nombreux pays et à susciter des changements d'attitude dans d'autres. On peut toutefois se demander si ces changements sont conformes aux propositions de la littérature, s'ils sont en quelque sorte imposés par la théorie ou s'ils sont étayés par des preuves. La littérature ne

Plus récemment, Sven-Olov Daunfeldt et Xavier de Luna montrent que les données issues des pays de l'OCDE ayant mis en œuvre une réforme visant à donner plus d'indépendance à leur banque centrale pendant une période de forte inflation, ne prouvent en rien qu'elle ait permis de parvenir à la stabilité des prix. Ce qui, selon eux, suggère que la crédibilité d'un objectif de faible inflation peut être atteinte sans réforme institutionnelle qui accorde à la banque centrale une plus grande indépendance vis-à-vis du décideur politique[168].

Si aujourd'hui, la stabilité des prix est la « raison d'être »[169] de la BCE et de nombreuses banques centrales, il faut garder à l'esprit qu'il n'en a pas toujours été ainsi. Norbert Olszak explique notamment que « l'histoire de nombreuses banques centrales commence dans l'orbite des monarques qui essayèrent de trouver un accès supplémentaire à des ressources financières, en plus du domaine royal et des prêts des marchands. Ceci correspondait aux besoins ordinaires croissants et insatiables de l'État

---

soutient pas, en général, des engagements sans ambiguïté en faveur de la stabilité des prix. Elle ne soutient pas non plus, en général, le point de vue selon lequel les banques centrales devraient être aussi indépendantes que possible. Les preuves, pour autant qu'il y en ait jamais eu, semblent maintenant avoir disparu. Même le « problème de crédibilité », que tant de partisans de l'indépendance des banques centrales semblent considérer comme le cœur du problème, n'apparaît pas dans la théorie et dans les données. »] (traduction libre)

[168] « The implementation dates of central bank reforms constitute a neglected source of information for investigating how central bank independence affects the credibility of a pre-commited goal of low inflation. The purpose of this paper is to study how institutional reforms granting the central bank more independence from the political policymakers have affected the efforts to achieve low and stable inflation in 29 OECD-countries. (…) The long term inflation component is then compared to the increase in independence of the central bank, to investigate whether this reform is responsible for the shift from high to low inflation observed in most of the countries covered in the study. No such effect is evident from the analysis, which suggests that central bank independence may not be necessary in order to achieve low and stable inflation. » DAUNFELDT Sven-Olov et DE LUNA Xavier, « Central Bank Independence and Price Stability », *Oxford Economic Papers*, 60, Oxford University Press, 2008, p. 412. [« Les dates de mise en œuvre des réformes des banques centrales constituent une source d'information négligée pour étudier comment l'indépendance de la banque centrale affecte la crédibilité d'un objectif préétabli de faible inflation. L'objectif de cet article est d'étudier comment les réformes institutionnelles accordant à la banque centrale une plus grande indépendance par rapport aux décideurs politiques ont affecté les efforts visant à atteindre une inflation faible et stable dans 29 pays de l'OCDE. (...) La composante à long terme de l'inflation est ensuite comparée à l'augmentation de l'indépendance de la banque centrale, afin de déterminer si cette réforme est responsable du passage d'une inflation élevée à une inflation faible observé dans la plupart des pays couverts par l'étude. L'analyse ne révèle aucun effet de ce type, ce qui suggère que l'indépendance de la banque centrale n'est peut-être pas nécessaire pour parvenir à une inflation faible et stable. »] (traduction libre)

[169] SMITS René, *The European Central Bank*, Kluwer Law International, 1997, p. 184.

moderne, mais également aux coûts extraordinaires des guerres livrées par les États-nations, et bien sûr aussi des principes du mercantilisme. »[170]

Il ajoute que le début du XXe siècle ayant été marqué par les grandes guerres européennes qui avaient généré des besoins de financement public continue de perpétrer ce modèle de banque centrale ayant pour objectif de « résorber la masse de papier public qui avait conduit à de véritables faillites d'État »[171].

Olszak estime enfin que la Bundesbank a joué à la fin des années 80 et au début des années 90 un rôle de modèle, et ce notamment dans la mesure où, comme on l'a vu, les banques centrales ne devaient pas solliciter ni accepter d'instruction des gouvernements. Lui aussi explique que l'indépendance des banques centrales « est liée à l'objectif de maintien de la stabilité des prix qui ne pourrait pas être atteint avec les contingences électorales de court terme. Selon l'idée commune, une banque centrale indépendante paraitra crédible aux agents économiques et la politique anti-inflationniste aura des chances de succès »[172]. Carel van den Berg explique que l'objectif de stabilité et l'indépendance de la BCE étaient deux préconditions à ce que l'Allemagne puisse envisager de renoncer au Deutschmark[173].

---

[170] OLSZAK Norbert, *Histoire des banques centrales*, Presses universitaires de France, 1998, p. 13.

[171] *Ibid.*, p. 44.

[172] *Ibid.*, p. 96.

[173] « The ESCB is entrusted with one overriding objective: to maintain price stability in the euro area. This was, together with the independence of the new ESCB, a precondition of the German authorities (government and central bank) for even considering to give up their own national currency. Price stability together with Erhard's Soziale Marktwirtschaft (social market economy) had formed the foundation for the economic success of post-war Germany. For Erhard the social market economy was always and foremost a market economic system. The dynamics of the market were for Erhard the source of affluence. Erhard "believed that monetary stability deserved to be counted among the 'basic human rights'. The free play of market forces requires, above all else, stable money. Monetary stability is also of great importance for social peace. For monetary instability always acts to the disadvantage of the weaker members of a society. » VAN DEN BERG Carel C.A., *The Making of the Statute of the European System of Central Banks: An Application of Checks and Balances*, Dutch University Press, 2004, p. 52. [« Le SEBC est chargé d'un objectif primordial : maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. C'était, avec l'indépendance du nouveau SEBC, une condition préalable des autorités allemandes (gouvernement et banque centrale) pour ne serait-ce qu'envisager d'abandonner leur propre monnaie nationale. La stabilité des prix et la Soziale Marktwirtschaft (économie sociale de marché) de Ludwig Erhard ont constitué le fondement de la réussite économique de l'Allemagne d'après-guerre. Pour Erhard, l'économie sociale de marché était toujours et avant tout un système économique de marché. La dynamique du marché était pour Erhard la source de la richesse. Erhard « pensait que la stabilité monétaire méritait de figurer parmi les "droits fondamentaux de l'homme". Le libre jeu des forces du marché exige avant tout une monnaie stable. La stabilité monétaire est également d'une grande

On comprend donc que la volonté de lutter contre l'inflation a conduit à inscrire l'objectif de stabilité des prix comme objectif principal de la BCE et comme justification de l'indépendance de la BCE, car l'efficacité de la politique monétaire dépend de la crédibilité de la BCE qui elle-même requiert l'indépendance.

En somme, c'est à l'occasion de la rédaction du traité de Maastricht en 1992, sur la base du consensus économique évoqué ci-dessus, qu'il a été décidé de donner la priorité à cet objectif de stabilité des prix. La BCE explique qu'assurer la stabilité des prix permet de contribuer de manière significative au bien-être général, et à un niveau d'activité économique et d'emploi élevé[174]. La BCE considère également que « maintenir la stabilité des prix est la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à un environnement de stabilité économique de nature à favoriser les objectifs de plus grande portée de la Communauté européenne, c'est-à-dire la croissance économique et la création d'emplois »[175]. Au regard de cela, on comprend pourquoi, comme a pu le relever le Professeur Martucci, « une partie de la doctrine attribue à la stabilité des prix le caractère de norme constitutionnelle, voire de droit fondamental des individus »[176].

importance pour la paix sociale. En effet, l'instabilité monétaire se fait toujours au détriment des membres les plus faibles d'une société. »] (traduction libre)

[174] BCE, « Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ? », Banque centrale européenne, Janvier 2011, p6.

[175] BCE, « La politique monétaire de la BCE », Banque centrale européenne, 2001, p7.

[176] MARTUCCI Francesco, *L'ordre économique et monétaire de l'Union européenne* [microfiche], Bruylant, 2015, p. 599.

II- Consécration de l'objectif de stabilité des prix dans le droit de l'UE

Dès 1998, Matthias Herdegen notait que c'est avec une clarté sans précédent que le traité de Maastricht faisait de la stabilité des prix l'objectif prédominant. Objectif qui l'emporte très clairement sur des préoccupations économiques et sociales concurrentes[177]. Il faut noter que cet ancrage juridique dans le traité de cet objectif de stabilité des prix constitue pour les monétaristes une véritable victoire. En effet, cela limite très fortement les choix politiques entre des objectifs contradictoires. Vestert Borger considère que ce n'est pas tant le glissement vers le monétarisme que la forte position de négociation de l'Allemagne qui a contribué à l'élaboration d'un cadre juridique aussi axé sur un « paradigme de stabilité ». Il explique que ce paradigme se caractérise par le fait qu'il attribue une importance primordiale à la stabilité des prix et vise à positionner le SEBC de manière à ce qu'il soit en mesure de poursuivre cet objectif efficacement[178].

Cependant, le traité n'avait pas précisé ce qu'il fallait comprendre par stabilité des prix, ce qui peut d'ailleurs paraître surprenant. Van den Berg estime que cela peut

---

[177] « With unprecedented clarity, the Treaty of Maastricht establishes price stability as the predominant objective. It clearly overrides colliding economic and social concerns. The economic activities of the European Community and its Member States are committed to a single monetary policy and exchange rate policy "the primary objective of both of which shall be to maintain price stability (…) » HERDEGEN Matthias, « Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom », *Common Market Law Review*, 35, 1998, p. 15. [« Avec une clarté sans précédent, le traité de Maastricht fait de la stabilité des prix l'objectif prédominant. Il l'emporte clairement sur les préoccupations économiques et sociales qui s'affrontent. Les activités économiques de la Communauté européenne et de ses États membres sont engagées dans une politique monétaire et une politique de change uniques « dont l'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix (…). »] (traduction libre)

[178] « Both the shift towards monetarism and Germany's strong negotiating position contributed to a legal framework for the currency union incorporating a stability paradigm. Characteristic of this paradigm is that it attributes overriding importance to price stability and aims to position the ESCB such that it is able to pursue this goal effectively. » BORGER Vestert, « Outright Monetary Transactions and the stability mandate of the ECB » [en ligne], *Common Market Law Review*, 53, 2016, p. 141, [consulté le 26 janvier 2022]. [« L'évolution vers le monétarisme et la forte position de négociation de l'Allemagne ont contribué à l'élaboration d'un cadre juridique pour l'union monétaire intégrant un paradigme de stabilité monétaire. Ce paradigme se caractérise par le fait qu'il attribue une importance primordiale à la stabilité des prix et vise à positionner le SEBC de manière à ce qu'il soit en mesure de poursuivre efficacement cet objectif. »] (traduction libre)

s'expliquer par le fait que la formulation retenue était déjà plus précise que les mandats habituels de l'époque qui imposaient plutôt de maintenir la valeur de la monnaie d'une part, et qu'avoir une cible d'inflation précise n'était pas, ou très peu, pratiqué à l'époque d'autre part[179].

La consécration d'un objectif aussi général que celui de la stabilité des prix dans les traités nécessitait toutefois quelques précisions pour sa mise en œuvre. C'est pourquoi le Conseil des Gouverneurs de la BCE s'est accordé le 13 octobre 1998 sur une stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité des prix de l'Eurosystème. « Cette stratégie fait de la stabilité des prix l'objectif principal de la politique monétaire unique de l'Eurosystème »[180]. Surtout, le Conseil des Gouverneurs a défini la stabilité des prix comme « une progression sur un an de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) pour la zone euro inférieure à 2% »[181]. Rémi Pellet note que ce chiffre est

---

[179] « An exact definition of price stability was not discussed at the time of Maastricht. The issue of defining price stability was just never raised. This might surprise now, but it should be understood against the following background. First, 'maintaining price stability' was already more specific than the mandate of many central banks, including that of the Bundesbank. Most mandates spoke of 'maintaining the value of the currency' or similar variants. (…) Second, the so-called strategy of direct inflation targeting (a strategy with an explicit target for the inflation rate - usually a range) was not yet practiced, at least not in Europe. The first country to experiment with direct inflation targeting was New Zealand as of 1989, followed by Canada in 1991 and in 1992 by the UK. The Treaty left the issue of defining price stability - or in a broader sense detailing the monetary strategy - to the ESCB. » VAN DEN BERG Carel C.A., *The Making of the Statute of the European System of Central Banks: An Application of Checks and Balances*, Dutch University Press, 2004, p. 53. « Une définition exacte de la stabilité des prix n'a pas été discutée à l'époque de Maastricht. La question de la définition de la stabilité des prix n'a tout simplement jamais été soulevée. Cela peut surprendre aujourd'hui, mais il faut le comprendre dans le contexte suivant. Premièrement, l'expression « maintien de la stabilité des prix » était déjà plus spécifique que le mandat de nombreuses banques centrales, y compris celui de la Bundesbank. La plupart des mandats parlaient de « maintenir la valeur de la monnaie » ou de variantes similaires. (…) Deuxièmement, la stratégie dite de ciblage direct de l'inflation (une stratégie avec un objectif explicite pour le taux d'inflation - généralement une fourchette) n'était pas encore pratiquée, du moins pas en Europe. Le premier pays à expérimenter le ciblage direct de l'inflation a été la Nouvelle-Zélande en 1989, suivie par le Canada en 1991 et par le Royaume-Uni en 1992. Le traité laissait au SEBC le soin de définir la stabilité des prix ou, dans un sens plus large, de préciser la stratégie monétaire. »] (traduction libre)

[180] Banque Centrale Européenne, Rapport Annuel 1998, p2.

[181] Banque Centrale Européenne, Rapport Annuel 1998, p8. Voir aussi : « As mandated by the Treaty establishing the European Community, the maintenance of price stability will be the primary objective of the ESCB. Therefore, the ESCB's monetary policy strategy will focus strictly on this objective. In this context, the Governing Council of the ECB has adopted the following definition: "Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. » ECB, A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, Press Release, 13 October 1998, [en ligne], [consulté le 15 avril 2025] [« Comme le prévoit le traité instituant la Communauté européenne, le maintien de la stabilité des prix est l'objectif principal du SEBC. Par conséquent, la stratégie de politique monétaire du SEBC sera strictement axée sur cet objectif. Dans ce

identique à celui que la Bundesbank suivait avant d'entrer dans l'Eurosystème[182]. D'ailleurs, Matthias Herdegen explique qu'en Allemagne, l'objectif de stabilité des prix est intimement lié au droit de propriété. En effet, le risque de dévaluation ou d'inflation de la monnaie est considéré par certains comme une possible atteinte au droit de propriété[183].

La décision du Conseil des Gouverneurs de 1998 a sans doute aussi été inspirée par le rapport de l'Institut monétaire européen de 1994 dans lequel il était expliqué qu'un taux d'inflation de 2% ou moins est généralement regardé comme la stabilité des prix[184]. Benoit Cœuré explique qu'il « s'agit d'une fourchette à l'intérieur de laquelle l'inflation ne fausse pas l'allocation des ressources dans l'économie »[185].
Le 8 juillet 2021, l'Eurosystème a conclu sa revue stratégique en faisant un peu évoluer son objectif d'inflation. La BCE expliquait en effet à cette occasion qu'un « tampon »

---

contexte, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté la définition suivante : « La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. »] (traduction libre)

[182] « Autrement dit, la Banque décida de veiller à ce que l'inflation moyenne dans l'ensemble des pays de la zone euro demeurât inférieur ou égale à 2%. Ce chiffre est identique à celui que la Bundesbank suivait avant d'entrer dans l'Eurosystème. La continuité devait rassurer les marchés sur la crédibilité de la BCE. » PELLET Rémi, *Droit financier public*, PUF, 2018, p. 670.

[183] « In Germany, the guarantee of property also plays an important role in the current debate on a strict application of the Maastricht Treaty. The risks of the euro area being inflated by a soft handling of the entrance criteria and the danger of a devaluation of the currency may be seen, at least by some, as a possible infringement of property rights (now understood in rather broad terms). » HERDEGEN Matthias, « Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom », *Common Market Law Review*, 35, 1998, p. 13. [« En Allemagne, la garantie de la propriété privée joue également un rôle important dans le débat actuel sur l'application stricte du traité de Maastricht. Les risques d'élargissement de la zone euro résultant d'une interprétation souple des critères d'adhésion et le danger d'une dévaluation de la monnaie peuvent être perçus, du moins par certains, comme une atteinte possible aux droits de propriété (entendus aujourd'hui dans un sens assez large). »] (traduction libre)

[184] « The annual average inflation rates of each of the three best performing countries in the Union, in both 1993 and 1994, were maintained at levels close to those generally regarded as price stability, viz. inflation rates of 2% or less. In 1993, these countries were Denmark, Ireland and the United Kingdom (…) » EUROPEAN MONETARY INSTITUTE, « Annual Report 1994 », 1995, p. 50. [« Les taux d'inflation annuels moyens de chacun des trois pays les plus performants de l'Union se sont maintenus, tant en 1993 qu'en 1994, à des niveaux proches de ceux qui sont généralement considérés comme synonymes de stabilité des prix, à savoir des taux d'inflation inférieurs ou égaux à 2 %. En 1993, ces pays étaient le Danemark, l'Irlande et le Royaume-Uni (...) »] (traduction libre)

[185] COEURÉ Benoît, « La politique monétaire face à la crise », *Revue d'economie financiere*, N° 113, Association d'économie financière, 2014, p. 39.

d'inflation au-dessus de 0 % confère une marge de manœuvre de politique monétaire pour abaisser les taux d'intérêt en cas d'évolution défavorable et un filet de sécurité contre le risque de déflation, en raison de ses effets positifs sur le niveau tendanciel des taux d'intérêt nominaux »[186]. La BCE ajoute donc que « l'objectif d'inflation fixé à 2 % fournit un point d'ancrage clair pour les anticipations d'inflation, condition essentielle au maintien de la stabilité des prix »[187]. C'est pourquoi « le Conseil des gouverneurs estime que viser un objectif d'inflation de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix »[188].
On passe donc d'un objectif d'inflation, proche de, mais inférieur à 2%, à un objectif d'inflation de 2% à moyen terme, ce qui permet entre autres des dépassements temporaires de cette cible.

En effet, comme on l'a vu, Alan Greenspan expliquait que la stabilité des prix signifie en réalité une variation du niveau moyen des prix suffisamment faible et progressive pour ne pas influer les décisions des entreprises et des ménages[189].
C'est pourquoi, dans les faits, on note que le SEBC a une cible d'inflation à 2%. Cette stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité des prix, peut être qualifiée « de

[186] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE » [en ligne], 2021.

[187] *Ibid.*

[188] CONSEIL DES GOUVERNEURS DE LA BCE, « Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé sa nouvelle stratégie de politique monétaire » [en ligne], 2021, [consulté le 3 septembre 2021].

[189] « Maximum sustainable economic growth overtime is the Federal Reserve's ultimate objective. The primary role of monetary policy in the pursuit of this goal is to foster price stability. For all practical purposes, price stability means, expected changes in the average price level are small enough and gradual enough that they do not materially enter business and household financial decisions. Price stability contributes to economic efficiency in part by reducing the un-certainties that tend to inhibit investment. Also, it directs resources to productive economic activity that otherwise would tend to be diverted to mitigating the financial effects of inflation. » GREENSPAN Alan, « Monetary Policy Report to the Congress : Statement before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, February 21, 1989 », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 75 (April), pp. 274–75. [« L'objectif ultime de la Réserve fédérale est d'assurer une croissance économique maximale et durable. Le rôle principal de la politique monétaire dans la poursuite de cet objectif est de favoriser la stabilité des prix. À toutes fins utiles, la stabilité des prix signifie que les variations attendues du niveau moyen des prix sont suffisamment faibles et progressives pour ne pas influencer matériellement les décisions financières des entreprises et des ménages. La stabilité des prix contribue à l'efficacité économique en partie en réduisant les incertitudes qui tendent à freiner l'investissement. En outre, elle oriente vers l'activité économique productive des ressources qui, autrement, auraient tendance à être détournées pour atténuer les effets financiers de l'inflation. »] (traduction libre)

stratégie mixte ou hybride » dans la mesure où elle vise à fixer les anticipations d'inflation à moyen terme, en veillant à ce qu'elles restent dans une fourchette étroite comprise entre 1,7 % et 1,9 %, tout en essayant également de limiter l'incertitude à long terme sur le niveau des prix, en annonçant une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat monétaire M3[190].

Cette stratégie implique donc une légère inflation. Sur ce point, Charles Goodhart explique que la stabilité des prix fournira le meilleur contexte pour la croissance, mais qu'on peut soutenir que la stabilité des prix est mieux mise en pratique avec un léger taux d'inflation positif, plutôt qu'une inflation zéro ou peut-être même une déflation[191].

Toutefois, ni l'article 127 du TFUE, ni le Protocole (N°4) sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque Centrale Européenne ne spécifient d'horizon temporel pour la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. Cela signifie, qu'en principe le traité exige que la BCE maintienne la stabilité des prix sans tenir compte d'aucun horizon[192]. Cette obligation étant, bien évidemment, une

---

[190] « The price-stability-oriented monetary policy strategy adopted by the European Central Bank can be qualified as a mixed or hybrid strategy: it aims to anchor medium-term inflation expectations, by ensuring that they stay within a narrow range between 1.7% and 1.9%, while also attempting to restrict long-term price-level uncertainty, by announcing a reference value for the growth of the M3 monetary aggregate. » BORDES Christian et CLERC Laurent, « Price Stability and the Ecb's Monetary Policy Strategy* », *Journal of Economic Surveys*, 21, 2007, p. 316. [« La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité des prix adoptée par la Banque centrale européenne peut être qualifiée de stratégie mixte ou hybride : elle vise à ancrer les anticipations d'inflation à moyen terme, en veillant à ce qu'elles restent dans une fourchette étroite comprise entre 1,7 % et 1,9 %, tout en tentant de limiter l'incertitude à long terme sur le niveau des prix, en annonçant une valeur de référence pour la croissance de l'agrégat monétaire M3. »] (traduction libre)

[191] « But if the medium- and longer-term Philips curve is vertical, then over this same horizon the only objective that the central bank can achieve is price stability. Indeed, for a variety of reasons such price stability will also provide the best nominal background for growth; though it is arguable that price stability is better treated in practice as involving a small rate of inflation, rather than zero inflation or perhaps even deflation. » FRIEDMAN Milton, GOODHART Charles A. E. et WOOD Geoffrey (dir.), *Money, inflation and the constitutional position of the central bank*, Inst. of Economic Affairs, 2003, p. 95. [« Mais si la courbe de Philips à moyen et long terme est verticale, alors, sur ce même horizon, le seul objectif que la banque centrale peut atteindre est la stabilité des prix. En effet, pour toute une série de raisons, cette stabilité des prix fournira également le meilleur contexte nominal pour la croissance ; bien que l'on puisse soutenir que la stabilité des prix est mieux traitée dans la pratique comme impliquant un faible taux d'inflation, plutôt qu'une inflation zéro ou peut-être même une déflation. »] (traduction libre)

[192] « Legally, this means, in principle, that the Treaty requires – of course only as an obligation of means – that the ECB maintains this stability irrespective of any time horizon. » FISCHER Yolaine, « Global warming: Does the ECB Mandate Legally Authorise a "green monetary policy"? », in *Sustainability and financial markets*, Wolters Kluwer, 2019, p. 176. [« Juridiquement, cela signifie, en

obligation de moyen. Toutefois, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a également précisé lors de sa réunion du 13 octobre 1998, que la stabilité des prix devait être maintenue à moyen terme[193].

Il pourrait être surprenant à première vue qu'il soit laissé à l'Eurosystème la liberté de traduire aussi librement dans sa politique monétaire l'objectif de stabilité des prix. Immanquablement, cela pose la question des limites juridiques de ce pouvoir d'appréciation. Bien sûr, en dernier recours la CJUE pourrait être amenée à se prononcer sur la question de savoir si le niveau de stabilité des prix atteint se situe dans les limites des traités. Cependant comme le rappelle René Smits, l'ingérence judiciaire ne risque pas de se révéler décisive, notamment car on sait depuis les arrêts CNTA contre la Commission de 1975[194], et l'arrêt Roquette Frères contre État Français[195], que les juges européens se montrent très réticents à restreindre la liberté d'appréciation des organes de l'UE lorsque les choix politiques sont en jeu[196]. D'abord, dans l'arrêt CNTA, la Cour avait énoncé:

> *« 21. que la Commission dispose d'un large pouvoir d'appréciation pour juger si les mesures monétaires visées pourraient entraîner des perturbations dans les échanges du produit en cause ;*
> *22. que, afin d'apprécier le risque de telles perturbations, il est loisible à la Commission de prendre en considération les conditions du marché aussi bien que les facteurs monétaires ; »*[197]

Puis, dans l'arrêt *Roquette Frères*, la Cour avait précisé que :

---

principe, que le traité exige - bien sûr seulement en tant qu'obligation de moyens - que la BCE maintienne cette stabilité, quel que soit l'horizon temporel. »] (traduction libre)

[193] Voir aussi : « Price stability is to be maintained over the medium term. » ECB, A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, Press Release, 13 October 1998 [« La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme. »] (traduction libre)

[194] CJCE, « Arrêt du 23 avril 1975, Comptoir National Technique Agricole (CNTA) c. Commission, n°74-74 ».

[195] CJCE, « Arrêt du 20 octobre 1977, SA Roquette Frères c. Etat français – Administration des douane , n°29-77 ».

[196] SMITS René, *The European Central Bank*, Kluwer Law International, 1997, p. 186.

[197] CJCE, « Arrêt du 23 avril 1975, Comptoir National Technique Agricole (CNTA) c. Commission, n°74-74 », paras. 21-22.

> *« 19. attendu que, s'agissant de l'évaluation d'une situation économique complexe, la Commission et le comité de gestion jouissent, à cet égard, d'un large pouvoir d'appréciation;*
> *20. qu'en contrôlant la légalité de l'exercice d'une telle compétence, le juge doit se limiter à examiner si elle n'est pas entachée d'une erreur manifeste ou de détournement de pouvoir ou si cette autorité n'a pas manifestement dépassé les limites de son pouvoir d'appréciation; »*[198]

Niall Lenihan estimait dès 2006 que l'on peut s'attendre à ce qu'une jurisprudence de la Cour octroie à l'Eurosystème une marge d'appréciation tout aussi large dans la conduite de sa politique monétaire, à condition que cela soit fondé sur des motifs économiquement raisonnables.[199] Les jurisprudences plus récentes en matière de politique monétaire, tels les arrêts Gauweiler[200] et Weiss[201], n'ont d'ailleurs pas infirmé cette idée.

En effet, Benoit Coeuré explique que si les objectifs d'une banque centrale sont généralement inscrits dans un texte juridique, la conduite de la politique monétaire est quant à elle largement entre les mains de la Banque centrale[202]. De plus, il faut garder

---

[198] CJCE, « Arrêt du 20 octobre 1977, SA Roquette Frères c. Etat français – Administration des douane , n°29-77 », points 19-20.

[199] « The Court may be expected to accord the ECB a similarly large degree of discretion with respect to the precise formulation of monetary policy, provided that the ECB's elaboration of what is meant by price stability is based on economically reasonable grounds. » Niall Lenihan, *The Price Stability Mandate of the European System of Central Banks: A Legal Perspective*, Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law Washington, D.C., Octobre 2006, p22. [« On peut s'attendre à ce que la Cour accorde à la BCE une marge d'appréciation tout aussi grande en ce qui concerne la formulation précise de la politique monétaire, à condition que l'élaboration par la BCE de ce que l'on entend par stabilité des prix soit fondée sur des motifs économiquement raisonnables. »] (traduction libre)

[200] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».

[201] CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 ».

[202] « Les objectifs sont en général inscrits dans la loi. En revanche, la conduite de la politique monétaire est largement entre les mains de la banque centrale concernée.

Dans la zone euro, par exemple, l'objectif de stabilité des prix est d'ordre constitutionnel, étant explicitement énoncé à l'article 127, paragraphe 1, du traité. Parallèlement, le cadre institutionnel laisse l'Eurosystème libre de calibrer ses décisions de politique monétaire pour assurer son objectif de stabilité des prix. » COEURÉ Benoît, « La politique monétaire face à la crise », *Revue d'economie financiere*, N° 113, Association d'économie financière, 2014, p. 37.

en tête que l'article 12.1 des Statuts de la BCE et du SEBC prévoit que le Conseil des gouverneurs définit « la politique monétaire de l'Union, y compris le cas échéant, les décisions concernant les objectifs monétaires intermédiaires ». Le Professeur Martucci explique donc que cet article « fonde le pouvoir discrétionnaire de la BCE de définir la stabilité des prix, c'est à dire de traduire en termes monétaires l'objectif que lui assigne l'article 127.1 du TFUE. (…) En conséquence, la stabilité des prix est ce que la BCE définit comme telle »[203].

Néanmoins, la CJUE s'est exprimée sur l'objectif primaire et la compréhension qu'en a la BCE dans l'arrêt Weiss aux points 55 et 56[204] :

« 55. À cet égard, il importe de souligner que les auteurs des traités ont fait le choix de définir l'objectif principal de la politique monétaire de l'Union, à savoir le maintien de la stabilité des prix, de façon générale et abstraite, sans déterminer précisément la manière dont ledit objectif devait être concrétisé sur le plan quantitatif.

56 Or, il n'apparaît pas que la concrétisation de l'objectif de maintien de la stabilité des prix comme le maintien, à moyen terme, de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de, 2 %, retenue depuis l'année 2003 par le SEBC, soit entachée d'une erreur manifeste d'appréciation et sorte du cadre établi par le traité FUE. Ainsi que l'a exposé la BCE, un tel choix peut être valablement fondé, notamment, sur l'imprécision des instruments de mesure de l'inflation, sur l'existence d'écarts sensibles d'inflation au sein de la zone euro et sur la nécessité de préserver une marge de sécurité pour prévenir l'apparition éventuelle d'un risque de déflation. »

Herdegen ajoute qu'il faut comprendre la primauté de la stabilité monétaire comme signifiant que la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales ne peuvent opposer les effets de l'inflation sur l'emploi à la stabilité des prix par

[203] MARTUCCI Francesco, *L'ordre économique et monétaire de l'Union européenne* [microfiche], Bruylant, 2015, p. 606.

[204] CJUE, *op. cit.*

exemple[205]. Très concrètement, le caractère principal de l'objectif de stabilité doit être compris de sorte à primer dans toutes les activités de politique monétaire de l'Eurosystème, mais aussi dans toutes ses activités plus généralement. Dès lors, par exemple si deux outils de politique monétaire sont disponibles pour parvenir à un même résultat, l'Eurosystème devra choisir celui qui est le plus à même de garantir la stabilité des prix[206]. S'il n'y a pas de différence à cet égard entre ces outils, le SEBC doit alors choisir l'outil qui lui permettra le plus de réaliser son objectif secondaire.

[205] « Primacy of monetary stability means that the European Central Bank and its satellites, as a matter of "constitutional" obligation, cannot set off employment-stimulating effects of inflation against stable prices. This contrasts rather sharply with a former (social-democrat) German Federal Chancellor's statement that five percent inflation is preferable to five percent unemployment. » HERDEGEN Matthias, « Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom », *Common Market Law Review*, 35, 1998, p. 19. [« La primauté de la stabilité monétaire signifie que la Banque centrale européenne et ses satellites, par obligation « constitutionnelle », ne peuvent pas opposer les effets stimulants de l'inflation sur l'emploi à la stabilité des prix. Cela contraste assez fortement avec la déclaration d'un ancien chancelier fédéral allemand (social-démocrate) selon laquelle une inflation de cinq pour cent est préférable à un taux de chômage de cinq pour cent. »] (traduction libre)

[206] « The objective of price stability will be relevant in all the ECB's activities, primarily, of course, those activities which are within the purview of monetary policy. Other tasks will also have to be conducted with the ESCB's overriding objective in mind. This means that, if two viruses of action are open to the System, one of which is clearly more favourable to stable prices than the other, the choice should be for those measures which are most conductive to price stability. If there is no material difference in effect on price stability, the ESCB is free to choose a course of action on different grounds. » SMITS René, *The European Central Bank*, Kluwer Law International, 1997, p. 187. [« L'objectif de stabilité des prix sera pris en compte dans toutes les activités de la BCE, et en premier lieu, bien sûr, dans celles qui relèvent de la politique monétaire. D'autres tâches devront également être menées en gardant à l'esprit l'objectif primordial du SEBC. Cela signifie que, si deux voies d'action s'offrent au SEBC, dont l'une est manifestement plus favorable à la stabilité des prix que l'autre, le choix doit se porter sur les mesures les plus propices à la stabilité des prix. S'il n'y a pas de différence matérielle d'effet sur la stabilité des prix, le SEBC est libre de choisir une ligne de conduite sur des bases différentes. »] (traduction libre)

Section II – L'objectif secondaire : le soutien aux politiques économiques générales de l'Union

L'article 127, paragraphe 1 du TFUE énonce dans sa deuxième phrase 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. (...) »*

Pour désigner cet objectif, on parle donc d'objectif secondaire. L'analyse de l'effet juridique de cet objectif secondaire conduit à se pencher d'une part sur l'étendue de cet objectif (A) et d'autre part sur sa nature subsidiaire et la façon dont l'Eurosystème s'y conforme en conséquence (B).

I- La vaste étendue du second objectif

Le second objectif du système européen des Banques Centrales est de venir en soutien aux politiques économiques générales de l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'UE, tels que définis à l'article 3 du TUE.
Pour avoir une idée de l'étendue du champ d'application du second objectif, il convient donc tout d'abord d'analyser les objectifs de l'UE tels qu'on les trouve dans l'article 3 du TUE (1). Pour avoir un aperçu plus complet du propos qui sera défendu ci-dessous, il faut aussi se pencher plus particulièrement sur l'objectif qu'a l'UE de protéger l'environnement, et la façon dont il a été saisi par la jurisprudence européenne (2).

A) Les objectifs de l'UE tels que définis à l'article 3 du TUE

L'article 3 du TUE énonce que :
« 1. L'Union a pour but de promouvoir la paix, ses valeurs et le bien-être de ses peuples.

2. L'Union offre à ses citoyens un espace de liberté, de sécurité et de justice sans frontières intérieures, au sein duquel est assurée la libre circulation des personnes, en liaison avec des mesures appropriées en matière de contrôle des frontières extérieures, d'asile, d'immigration ainsi que de prévention de la criminalité et de lutte contre ce phénomène.

3. 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.
Elle combat l'exclusion sociale et les discriminations, et promeut la justice et la protection sociales, l'égalité entre les femmes et les hommes, la solidarité entre les générations et la protection des droits de l'enfant.

Elle promeut la cohésion économique, sociale et territoriale, et la solidarité entre les États membres.
Elle respecte la richesse de sa diversité culturelle et linguistique, et veille à la sauvegarde et au développement du patrimoine culturel européen.

4. L'Union établit une union économique et monétaire dont la monnaie est l'euro.

5. Dans ses relations avec le reste du monde, l'Union affirme et promeut ses valeurs et ses intérêts et contribue à la protection de ses citoyens. Elle contribue à la paix, à la sécurité, au développement durable de la planète, à la solidarité et au respect mutuel entre les peuples, au commerce libre et équitable, à l'élimination de la pauvreté et à la protection des droits de l'homme, en particulier ceux de l'enfant, ainsi qu'au strict respect et au développement du droit international, notamment au respect des principes de la charte des Nations unies.

6. L'Union poursuit ses objectifs par des moyens appropriés, en fonction des compétences qui lui sont attribuées dans les traités. »

On voit donc que les objectifs de l'Union sont extrêmement vastes en allant par exemple de la paix, du bien-être des peuples, à la liberté et la sécurité, mais aussi à des objectifs plus économiques comme la croissance économique équilibrée ou le plein emploi. On note d'ailleurs que la stabilité des prix est aussi listée dans les objectifs de l'Union. Notons aussi dès à présent que la protection de l'environnement est également présente via la volonté de promouvoir un développement durable ainsi que l'amélioration et la protection de la qualité de l'environnement. René Smits fait également remarquer que l'objectif de « solidarité entre les générations et la protection des droits de l'enfant » est tout à fait pertinent en matière de réchauffement climatique, car ce sont les émissions passées et présentes de CO2 qui déterminent le réchauffement

futur ce qui implique pour les institutions européennes d'avoir une approche tournée vers l'avenir[207].

Toutefois, il existe au sein de l'Eurosystème un débat sur l'étendue de ce que l'on doit comprendre par « politique économique générale » et donc sur l'étendue de ce à quoi l'objectif secondaire doit apporter son soutien. En effet, certaines banques centrales sont favorables à une interprétation restrictive de ce terme en raison de la formulation de l'article 127 et de sa structure.

Selon cette interprétation, le terme « politiques économiques générales » de l'article 127 du TFUE fait uniquement référence aux politiques des États membres et de l'Union visant à « une croissance économique équilibrée » de l'article 3 du TUE. Pour étayer cela, il est avancé que l'objectif de politique monétaire du SEBC posé dans la première phrase de l'article 127 du TFUE (la stabilité des prix) correspond à l'objectif monétaire de la deuxième phrase de l'article 3.3 du TUE. Delà, il est considéré que la notion de politique économique de la deuxième phrase de l'article 127 du TFUE correspond à l'objectif de politique économique de la deuxième phrase de l'article 3.3 du TUE à

[207] « The Union strives for "solidarity between generations and protection of the rights of the child" and, in the context of "its relations with the wider world", it is "to contribute to (…) the protection of human rights, in particular the rights of the child". Even though the latter objective was situated by the Treaty authors in the global context, it may be assumed that the protection of human rights, which include social and economic rights, is also intended to address those of its own citizens. Furthermore, the interests of European citizens and those of other jurisdictions coincide when it comes to combatting climate change so that addressing human rights in the context of extra-Union situations still underscores the relevance of taking climate change into account for the central bank. Again, a reference to children is a clear indication of the forward-looking, inter-generational approach of the Treaty when it comes to the Union's objectives. I take these references as clearly validating taking into account climate change in the conduct of monetary policy. » SMITS René, « Elaborating a Climate Change-Friendly Legal Perspective for the ECB », *SSRN*, 2021, p. 24. [« L'Union s'efforce d'assurer « la solidarité entre les générations et la protection des droits de l'enfant » et, dans le cadre de « ses relations avec le reste du monde », elle doit « contribuer (...) à la protection des droits de l'homme, et notamment des droits de l'enfant ». Même si ce dernier objectif a été situé par les auteurs du traité dans le contexte mondial, on peut supposer que la protection des droits de l'homme, qui comprennent les droits sociaux et économiques, est également destinée à ceux de ses propres citoyens. En outre, les intérêts des citoyens européens et ceux d'autres juridictions coïncident lorsqu'il s'agit de lutter contre le changement climatique, de sorte que le fait d'aborder les droits de l'homme dans le contexte de situations extracommunautaires souligne encore la pertinence de la prise en compte du changement climatique pour la banque centrale. Une fois encore, la référence aux enfants est une indication claire de l'approche prospective et intergénérationnelle du traité en ce qui concerne les objectifs de l'Union. Je considère que ces références valident clairement la prise en compte du changement climatique dans la conduite de la politique monétaire. »] (traduction libre)

savoir « une croissance économique équilibrée ». Cette idée est aussi soutenue par le fait que l'article 127 évoque les politiques « économiques dans l'Union » et non les « politiques de l'Union » et qu'en conséquence seul l'aspect économique de l'article 3 du TUE doit s'appliquer.

De plus, on a pu voir avancer qu'en raison de sa position dans le titre VIII du TFUE, intitulé « La politique économique et monétaire », l'article 127.1, deuxième phrase, du TFUE fournit une base juridique pour le soutien des politiques économiques générales dans l'Union. Par conséquent, à l'inverse il ne constituerait pas une base juridique pour le soutien d'autres politiques qui font l'objet d'autres titres du TFUE, par exemple « Emploi » (Titre IX), « Politique sociale » (Titre X) et « Environnement » (Titre XX). Par conséquent, si on se penche par exemple sur l'objectif de parvenir à « un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement » de l'article 3 du TUE par le biais de cette analyse, on comprend que, soit ce n'est même pas un objectif auquel les politiques économiques générales peuvent chercher à parvenir, soit qu'il ne peut être soutenu par l'Eurosystème. Autrement dit, l'objectif secondaire de l'Eurosystème ne pourrait permettre une prise en considération de la question climatique.

Néanmoins, nous considérons que cette analyse n'est pas pertinente, d'abord car elle semble oublier que l'article 127 du TFUE énonce bien « des objectifs » de l'UE, en utilisant le pluriel. Ensuite, car l'article 127 ne renvoie pas à l'article 3.3 mais bien à l'article 3 dans son ensemble et dans toute sa pluralité incluant donc des objectifs n'étant pas de prime abord purement économiques. Enfin, si on regarde le projet de Statuts du SEBC et de la BCE, on voit que la notion de politique économique générale était envisagée au singulier mais on peut penser que si c'est finalement le terme de « politiques économiques générales » au pluriel qui l'a emporté, c'est par souci d'inclusivité, donc pour être le plus large possible[208].

[208] « Without prejudice to the objective of price stability, the System shall support the general economic policy of the Community. » COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS, « Draft Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank, with an Introductory Report and a Commentary », 1669/1670, 1990. [« Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC soutient la politique économique générale de la Communauté. »] (traduction libre)

D'ailleurs, comme on le verra ci-après, cette vision non restrictive de l'objectif secondaire semble être très largement reprise par les principaux membres du conseil des gouverneurs.

B) L'objectif de protection de l'environnement

Comme on le verra plus en détail dans le chapitre suivant, en 2005 dans un arrêt Commission des Communautés européennes contre République d'Autriche, la CJCE a posé que « aux termes de l'article 6 CE "les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées dans la définition et la mise en œuvre des politiques et actions de la Communauté", dispositions qui soulignent le caractère transversal et fondamental de cet objectif. »[209] La même année dans un autre arrêt, la CJCE va souligner qu' « il est constant que la protection de l'environnement constitue un des objectifs essentiels de la Communauté »[210]. Puis, en 2007 dans un autre arrêt Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union européenne, la Cour énonce que la protection de l'environnement est « *un objectif revêtant un caractère essentiel, transversal et fondamental »*[211].

Julien Bétaille explique qu'en raison de cette jurisprudence constante, ainsi que de l'article 11 du TFUE et du principe d'intégration qu'il pose, « le droit économique de l'Union européenne est appelé, sous diverses formes, à prendre en compte la protection de l'environnement. Dès lors, la notion d'environnement est susceptible d'être sollicitée au stade de l'application des règles du droit économique. »[212]

---

[209] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 15 novembre 2005, Commission des Communautés européenne contre République d'Autriche, C320/03, point 73 ».

[210] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 13 septembre 2005, Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union europénne, C-176/03, point 41 ».

[211] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 23 octobre 2007, Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union europénne, C-440/05, point 44 ».

[212] BÉTAILLE Julien, « La définition de l'environnement en droit de l'Union européenne », *La revue droit et environnement*, 10, 2017, p. 62.

II- Un objectif subsidiaire mais non moins obligatoire

En précisant que l'« objectif principal » du SEBC est la stabilité des prix et que ce n'est que « sans préjudice » à cet objectif que le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques dans l'Union, l'article 127 paragraphe 1 du TFUE a clairement insisté sur le caractère subsidiaire de ce second objectif. Chiara Zilioli et Michael Ioannidis expliquent bien que contrairement à la première phrase de l'article 127(1) qui confère au SEBC un rôle exclusif dans le domaine de la stabilité des prix, la deuxième phrase ne prévoit qu'un rôle de soutien. Cette deuxième phrase ne pose pas de compétence pour une politique autonome en matière de « politiques économiques générales » et ne peut pas être interprétée de manière à conférer au SEBC la responsabilité principale de ces politiques[213].

Toutefois, si le second objectif de l'article 127(1) est subsidiaire, il n'en formule pas moins une obligation. En effet, les rédacteurs du traité ont usé de l'impératif en posant que « *le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales* ». La version anglaise est aussi très claire en énonçant que « *The ESCB shall support the general economic policies* ». De plus, dans un commentaire du Projet de statuts pour le SEBC et la BCE par le comité des Gouverneurs des Banques Centrales, il est bien

[213] « The mandate of the ECB with regard to economic policies in the Union is "supportive". Unlike the first sentence of Article 127(1) TFEU, which gives the ECB the role of the (exclusive) policy maker in the field of price stability, the second sentence of Article 127(1) TFEU provides for a supporting role for the ECB. Indeed, the second sentence of Article 127(1) TFEU does not establish a competence for autonomous policymaking with regard to "general economic policies" and cannot be read in a way that gives the ECB primary responsibility for such policies. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 369. [« Le mandat de la BCE en ce qui concerne les politiques économiques de l'Union est un mandat de « soutien ». Contrairement à la première phrase de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE, qui confère à la BCE le rôle de décideur (exclusif) dans le domaine de la stabilité des prix, la deuxième phrase de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE prévoit un rôle de soutien pour la BCE. En effet, la deuxième phrase de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE n'établit pas de compétence pour l'élaboration autonome de politiques en ce qui concerne les « politiques économiques générales » et ne peut être interprétée comme conférant à la BCE la responsabilité principale de ces politiques. »] (traduction libre)

précisé que l'Eurosytème doit soutenir ce qui est alors désigné par « politique économique générale de la Communauté »[214].
Il est aussi important de souligner que le SEBC est pleinement intégré dans l'ordre juridique européen et qu'à ce titre il doit faire siens les objectifs de l'Union.

Dès lors, se pose donc la question de l'articulation du caractère obligatoire et du caractère subsidiaire de cet objectif. En effet, comment le SEBC procède-t-il pour respecter l'objectif secondaire tout en priorisant l'objectif primaire ?

Dans la pratique, l'Eurosystème considère que le respect du premier objectif permet de fait de respecter le second. En effet, la stabilité des prix permettant l'augmentation des niveaux de vie ainsi qu'un niveau élevé d'activité économique et d'emploi est le prérequis à « la réalisation d'objectifs économiques plus généraux et, par conséquent, à la stabilité politique en général »[215]. C'est pourquoi la BCE considère que la stabilité des prix est essentielle mais aussi suffisante à la réalisation du second objectif. On comprend donc pourquoi le Conseil des Gouverneurs de la BCE a également précisé lors de sa réunion du 13 octobre 1998 que le maintien de la stabilité des prix étant l'objectif principal du SEBC, la stratégie de politique monétaire du SEBC sera strictement axée sur cet objectif[216]. D'ailleurs, van't Klooster et De Boer font remarquer que l'objectif secondaire n'était même pas mentionné dans les orientations stratégiques publiées par la BCE en 1998 et 2003[217]. Ils ajoutent que la BCE n'a jamais

[214] COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS, « Draft Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank, with an Introductory Report and a Commentary », 1669/1670, 1990.

[215] BCE, « Pourquoi la stabilité des prix est-elle importante pour vous ? », Banque Centrale Européenne, Janvier 2011, p7

[216] ECB, « A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 13 octobre 1998, [consulté le 15 janvier 2021].

[217] « Historically, however, the central bank has largely ignored this provision. The secondary mandate was not mentioned in the 1998 and 2003 strategies outlined by the ECB; in marked contrast to its detailed interpretation and definition of price stability. » VAN'T KLOOSTER Jens et DE BOER Nik, « What to Do with the ECB's Secondary Mandate », *Journal of Common Market Studies*, 2022, p. 1. [« Historiquement, cependant, la banque centrale a largement ignoré cette disposition. Le mandat secondaire n'a pas été mentionné dans les stratégies de 1998 et 2003 définies par la BCE, ce qui contraste fortement avec son interprétation et sa définition détaillées de la stabilité des prix.»] (traduction libre)

entrepris de définir cet objectif comme elle a pu le faire avec l'objectif principal et qu'entre 1997 et 2020 dans les 2500 discours prononcés par les membres du directoire, le terme « objectif secondaire » (*secondary mandate*) n'est jamais prononcé et il n'est fait que dix fois référence à cet objectif alors que le terme « objectif primaire » (*primary objective*) est utilisé dans 441 discours[218].

Il est vrai que la CJUE a reconnu dans ses arrêts successifs que le SEBC disposait d'un large pouvoir d'appréciation pour la mise en place technique d'un programme d'open market.

Dans son arrêt Gauweiler, la CJUE pose en effet au point 68 que :

> *« En ce qui concerne le contrôle juridictionnel du respect de ces conditions, le SEBC étant appelé, lorsqu'il élabore et met en œuvre un programme d'opérations d'open market tel que celui annoncé dans le communiqué de presse, à procéder à des choix de nature technique et à effectuer des prévisions et des appréciations complexes, il y a lieu de lui reconnaître, dans ce cadre, un large pouvoir d'appréciation* »[219].

Ce « large pouvoir d'appréciation » est aussi reconnu par la Cour dans l'arrêt Weiss aux points 24 et 92 par exemple[220].

> *« 24. Ensuite, il y a, certes, lieu de reconnaître au SEBC, dans la mesure où il est appelé, lorsqu'il élabore et met en œuvre un programme d'opérations d'open market, à procéder à des choix de nature technique et à effectuer des prévisions et des appréciations complexes, un large pouvoir d'appréciation. Toutefois, il n'en demeure pas moins que la Cour est appelée à vérifier, dans le cadre de son contrôle du caractère proportionné aux objectifs de politique monétaire des mesures que comporte un tel programme, si le SEBC a commis une erreur manifeste d'appréciation à ce sujet. (...)*
>
> *92. Enfin, il convient de souligner que, au regard des éléments contenus dans le dossier en possession de la Cour et du large pouvoir d'appréciation dont*

[218] *Ibid.*, p. 4.

[219] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».

[220] CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 ».

dispose le SEBC, il n'apparaît pas de manière manifeste qu'un programme d'acquisition d'obligations souveraines plus limité dans son volume ou dans sa durée aurait pu, de manière aussi efficace et rapide que le PSPP, assurer une évolution de l'inflation similaire à celle recherchée par le SEBC, en vue de réaliser l'objectif principal de la politique monétaire fixé par les auteurs des traités. »

Néanmoins dans l'arrêt Weiss, la CJUE se penche sur l'objectif de stabilité tel qu'il a été défini par le Conseil des Gouverneurs en 1998. En effet, le considérant 4 de la Décision 2015/774 de la BCE[221] instaurant le PSPP prévoit que ce programme d'achat « favorisera, en fin de compte, le retour à moyen terme d'un taux d'inflation, inférieur à, mais proches de, 2%. » Sur la base de cette précision les juges européens posent au point 55 de l'arrêt que :

« À cet égard, il importe de souligner que les auteurs des traités ont fait le choix de définir l'objectif principal de la politique monétaire de l'Union, à savoir le maintien de la stabilité des prix, de façon générale et abstraite, sans déterminer précisément la manière dont ledit objectif devait être concrétisé sur le plan quantitatif. »[222]

Puis au point suivant, les juges se tournent vers la façon dont cet objectif général a été compris par le SEBC :

« Or, il n'apparaît pas que la concrétisation de l'objectif de maintien de la stabilité des prix comme le maintien, à moyen terme, de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de, 2 %, retenue depuis l'année 2003 par le SEBC, soit entachée d'une erreur manifeste d'appréciation et sorte du cadre établi par le traité FUE. Ainsi que l'a exposé la BCE, un tel choix peut être valablement fondé, notamment, sur l'imprécision des instruments de mesure de l'inflation,

[221] « Décision (UE) 2015/774 de la Banque centrale européenne du 4 mars 2015 concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (BCE/2015/10) », OJ L, 2015.

[222] CJUE, *op. cit.*

sur l'existence d'écarts sensibles d'inflation au sein de la zone euro et sur la nécessité de préserver une marge de sécurité pour prévenir l'apparition éventuelle d'un risque de déflation. »

Comme le souligne le Professeur Martucci, « dans l'arrêt Weiss, la Cour de justice a contrôlé, pour la première fois, la validité de cette stratégie »[223]. Il ajoute que le contrôle restreint auquel se livre la Cour n'est pas pour surprendre dans la mesure où il ressort de l'architecture constitutionnelle prévue par les traités que « la BCE dispose d'une indépendance particulièrement développée qui donne au juge un rôle constitutionnel tout particulier puisque la Cour de justice de l'Union européenne est la seule institution à pouvoir contrôler la banque centrale »[224]. Il est à cet égard important de souligner que l'objectif de stabilité des prix n'est précisé ou définit nulle part ailleurs dans les textes et que l'article 12.1 des statuts prévoit qu'il revient au conseil des gouverneurs de prendre « les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC » et de définir « la politique monétaire de l'Union, y compris, le cas échéant, les décisions concernant les objectifs monétaires intermédiaires »[225]. On rejoindra donc le Professeur Martucci en soulignant que dans cette décision, les juges européens ont « consacré le pouvoir de la BCE de définir l'objectif de stabilité des prix. »[226]. En effet, le respect du principe d'équilibre institutionnel tel qu'il s'exprime dans le droit primaire ne permet à la CJUE de n'opérer qu'un contrôle de la question de savoir si la décision de politique monétaire adoptée par la BCE permet la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. En outre, le domaine de la politique monétaire ne peut être constitutionnellement délimité que par la BCE et la Cour de justice ne peut opérer de contrôle de cette délimitation que sur le fondement de l'objectif de stabilité des prix.

---

[223] MARTUCCI Francesco, « Le contrôle par la Cour de justice de l'Union européenne des données empiriques soutenant la politique monétaire de la Banque centrale européenne », *Revue francaise d'administration publique*, N° 173, École nationale d'administration, 2020, p. 130.

[224] *Ibid.*, p. 125.

[225] « Protocole (N°4) sur les statuts du système européen de banques centrales et de la banque central européenne ».

[226] MARTUCCI Francesco, *op. cit.*, p. 130.

Or, il semble bien que ce soit de son propre chef que le SEBC ait décidé d'axer sa politique monétaire uniquement sur l'objectif primaire en considérant que la réalisation de celui-ci permet automatiquement la réalisation du second. Il ne sera pas ici question d'interroger le bien-fondé économique d'une telle position, mais simplement de faire remarquer que, comme l'explique Yolaine Fischer, logiquement lorsque l'Eurosystème définit sa politique monétaire, il devrait regarder si parmi les différents instruments à sa disposition pour maintenir la stabilité des prix, certains peuvent aussi contribuer à la politique économique de l'Union et participer à la réalisation des objectifs de l'Union. Si pareil instrument existe, l'Eurosystème devrait alors choisir pour mettre en place sa politique monétaire[227].

Néanmoins, si jusqu'à présent la Cour de justice se contente de vérifier que les décisions de politique monétaire adoptées par le SEBC permettent la réalisation de l'objectif de stabilité des prix, il doit être souligné, qu'au regard des traités, son contrôle est donc incomplet. En effet, un tel contrôle ne lui permet pas d'examiner si la BCE s'efforce de choisir les outils de politique monétaire lui permettant la réalisation de son objectif secondaire.

[227] « When the Eurosystem defines its monetary policy, it must analyse, amongst the various possible instruments designed to maintain price stability, whether some of them can also support the general economic policies in the Union with a view to contribute to the achievement of the objectives of the EU, and, if they exist, it must select them. » FISCHER Yolaine, « Global warming: Does the ECB Mandate Legally Authorise a "green monetary policy"? », in *Sustainability and financial markets*, Wolters Kluwer, 2019, p. 171. [« Lorsque l'Eurosystème définit sa politique monétaire, il doit analyser, parmi les différents instruments possibles destinés à maintenir la stabilité des prix, si certains d'entre eux peuvent également soutenir les politiques économiques générales dans l'Union en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'UE et, s'ils existent, l'Eurosystème doit les sélectionner. »] (traduction libre)

Section III – Respect des principes généraux du droit européen

Sébastien Adalid explique que le traité de Lisbonne ayant conféré à la BCE le statut d'institution, certains grands principes relatifs aux institutions s'appliquent à elle comme le principe d'équilibre institutionnel, de coopération loyale, et de compétence d'attribution. Ces principes ont été consacrés par la jurisprudence et par les traités et sont voués à gérer les rapports entre les institutions et à régler les différends qui pourraient survenir entre elles[228]. Cependant, dans la partie qui va suivre, nous commencerons par nous focaliser sur les principes évoqués à l'article 127 du TFUE. En effet, l'article 127, paragraphe 1, s'achève en posant que « *Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119.* »

L'article 2 des Statuts du SEBC et de la BCE retient une formulation identique mais s'ouvre en posant que l'action du SEBC doit s'inscrire « *conformément aux articles 127, paragraphe 1, 282, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ».* Si la référence à l'article 127.1 est logique, la mention de l'article 282 est inédite. Néanmoins, l'apport du paragraphe 2 demeure limité puisque ce dernier se contente d'énoncer que :

2. Le SEBC est dirigé par les organes de décision de la Banque centrale européenne. L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, il apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union pour contribuer à la réalisation des objectifs de celle-ci.

Ainsi, il conviendra de comprendre ce que recouvre le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre (A). De façon plus générale, dans son action, l'Eurosystème doit aussi se conformer à un certain nombre de grands principes du droit européen, comme le principe de compétence d'attribution évoqué par Adalid

[228] ADALID Sébastien, *La Banque centrale européenne et l'Eurosystème* [microfiche], Bruylant, 2015, p. 124.

mais aussi les principes de proportionnalité, d'indépendance des Banques centrales et de prohibition du financement monétaire (B).

I- Les obligations complémentaires de l'article 127 du TFUE

La dernière phrase de l'alinéa 1 de l'article 127 du TFUE pose que : « *Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119.* »
Cette disposition est également reprise à l'article 2 des statuts du SEBC et pose des exigences qui se retrouvent aussi à l'article 119 du TFUE :
« ...l'action des États membres et de l'Union comporte, (...) l'instauration d'une politique économique (...) conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.
2. Parallèlement, dans les conditions et selon les procédures prévues par les traités, cette action comporte une monnaie unique, l'euro, ainsi que la définition et la conduite d'une politique monétaire et d'une politique de change uniques dont l'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix et, sans préjudice de cet objectif, de soutenir les politiques économiques générales dans l'Union, conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.
3. Cette action des États membres et de l'Union implique le respect des principes directeurs suivants : prix stables, finances publiques et conditions monétaires saines et balance des paiements stables. »

Cette phrase est riche en injonctions puisqu'elle impose d'une part au SEBC une action conforme au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre et d'autre part d'y parvenir en favorisant une allocation efficace des ressources. Cependant, on peut tout de suite relever qu'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre ne conduit pas nécessairement à une allocation efficace des ressources. Dès lors, ces exigences peuvent se contredire. Par conséquent, et conformément à un autre principe de droit européen, le principe de l'effet utile, le traité laisse en cas de contradiction une large liberté d'action à l'Eurosystème pour concilier ces exigences.

Ici il convient dans un premier temps de comprendre ce que le traité entend par « économie de marché où la concurrence est libre » (1) puis de noter que cela est à l'origine d'un concept central dans la conduite de la politique monétaire, celui de neutralité de marché (2).

A) Une action conforme au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre

Le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre exprime l'hypothèse selon laquelle le mécanisme de fixation des prix dans un marché ouvert et concurrentiel constitue le principal mécanisme d'allocation efficace des ressources dans l'Union. On peut d'ailleurs noter que dans les travaux préparatoires à la rédaction des Statuts il fut envisagé de rédiger cette obligation en posant que le SEBC doit agir de manière cohérente avec « les marchés libres et concurrentiels »[229].

Une analyse de l'expression « action conforme au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre » conduit à noter qu'il existe pour l'Eurosystème plusieurs façons de se conformer à ce principe. D'abord par le maintien de la stabilité des prix. En effet, ce faisant l'Eurosystème contribue au fonctionnement du mécanisme des prix, qui est un rouage central et essentiel au bon fonctionnement d'une économie de marché comme on l'a vu ci-dessus. Les mécanismes de marché sont aussi au fondement des instruments de politique monétaire et les établissements de crédit bénéficient ainsi d'un accès égal et concurrentiel aux facilités proposées par l'Eurosystème.

Il est d'ailleurs important de noter que la CJCE a posé qu'en matière de politique économique, ce principe n'édicte « pas à la charge des États membres des obligations claires et inconditionnelles pouvant être invoquées par les particuliers devant les juridictions nationales. En effet, il s'agit d'un principe général qui exige pour son

[229] « The System shall act consistently with free and competitive markets. » COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS, « Draft Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank, with an Introductory Report and a Commentary », 1669/1670, 1990. [« Le système agit en cohérence avec des marchés libres et concurrentiels. »] (traduction libre)

application des appréciations économiques complexes qui relèvent de la compétence du législateur ou de l'administration nationale »[230].

B) Du principe d'économie de marché ouverte au concept de neutralité de marché

Il semble que le concept de neutralité de marché (*market neutrality*) ait été utilisé pour la première fois par Benoit Coeuré à l'occasion du lancement du PSPP (Programme d'achat de titres publics) en 2015[231]. Il expliquait alors que le concept de neutralité de marché signifie que si l'Eurosystème souhaite agir sur les prix, il ne peut pas supprimer le mécanisme de découverte des prix, et qu'en conséquence l'Eurosystème agira avec le plus de transparence possible dans ses interventions et en surveillant de près leur impact sur la liquidité et la disponibilité des titres[232].

Il ne s'agit pas ici de rentrer en profondeur dans le concept de neutralité de marché qui sera plus abondamment discuté dans le chapitre suivant, mais simplement de noter que l'Eurosystème comprend la disposition selon laquelle il doit agir conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre comme posant le principe selon lequel le mécanisme de fixation des prix du

---

[230] CJCE, « Arrêt du 3 octobre 2000, Echirolles Distribution SA v. Association du Dauphiné e.a. », C-9/99, 2000.

[231] DIETZ Sara, « Green Monetary Policy Between Market Neutrality and Market Efficiency », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 404.

[232] « As outlined in the introduction, one key principle underlying the implementation of the PSPP is the minimisation of unintended consequences. This can be ensured by obeying the concept of market neutrality of our operations. (…) The concept of market neutrality means that, while we do want to affect prices, we do not want to suppress the price discovery mechanism. We will operationalise this principle by ensuring a high degree of transparency around our interventions and by closely monitoring their impact on liquidity and collateral availability. » COEURÉ Benoit, « Embarking on public sector asset purchases, Speech at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets », BCE, 2015, [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025]. [« Comme indiqué dans l'introduction, l'un des principes clés qui sous-tend la mise en œuvre de la PSPP est la minimisation des conséquences involontaires. Cela peut être garanti en respectant le concept de neutralité de nos opérations par rapport au marché. (...) Le concept de neutralité du marché signifie que, bien que nous voulions affecter les prix, nous ne voulons pas supprimer le mécanisme de découverte des prix. Nous mettrons en œuvre ce principe en assurant un haut degré de transparence autour de nos interventions et en surveillant de près leur impact sur la liquidité et la disponibilité des garanties. »] (traduction libre)

marché doit être le principal mécanisme d'allocation efficace des ressources dans l'économie de l'UE. Plus concrètement, d'un point de vue opérationnel ce principe d'économie de marché a trouvé une traduction dans le concept de « neutralité de marché ». Dans ses conclusions pour l'affaire Weiss, l'Avocat Général Wathelet relève que : « comme le soulignent la BCE et la Commission, exclure l'achat d'obligations à rendement négatif du PSPP serait contraire au principe de la neutralité du marché, lequel fait partie du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre qui conditionne l'action du SEBC en vertu de l'article 127, paragraphe 1, TFUE »[233].

Ce concept de neutralité de la politique monétaire s'accommode d'ailleurs très bien avec la conception monétariste de la politique monétaire. En effet, comme on l'a vu, la politique monétaire peut avoir des effets bénéfiques à court terme, telle la stabilisation de la production, mais à long terme elle n'a aucune influence positive et ne peut que générer une inflation problématique. Autrement dit, comme l'explique Leah Downey, la politique monétaire ne peut pas faire de bien ; elle ne peut que faire du mal. Ce qui est un argument de plus en faveur du fait que la politique monétaire cherche à être neutre et que les banques centrales soient indépendantes[234].

---

[233] WATHELET Melchior, « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Weiss C-493/17 », 2018, point 74.

[234] « According to monetary policy neutrality, these sorts of short-term monetary actions are unable to *lastingly* alter the path of production; their only impact is problematic inflation. Again, monetary policy can do no good; it can only do harm. In other words, taking monetary policy neutrality as given allows CBI [Central banks independence] advocates to conclude that the electoral business cycle will lead to dangerous inflation and no lasting improvement in the real economy. Consequently, on this account, CBI is justified so long as monetary policy neutrality obtains. Short term gains from "good" monetary policy can be realized only through CBI, and the costs to economic sovereignty are trivial, since congressional involvement in monetary policy can, at best, have no lasting effect and, at worst, cause short term volatility. » DOWNEY Leah, « Delegation in Democracy: A Temporal Analysis » [en ligne], *Journal of Political Philosophy*, 0, 2020, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Selon le principe de neutralité de la politique monétaire, ce type d'actions monétaires à court terme n'est pas en mesure de modifier durablement la trajectoire de la production ; leur seul impact est une inflation problématique. Une fois de plus, la politique monétaire ne peut rien faire de bon, elle ne peut que nuire. En d'autres termes, la neutralité de la politique monétaire permet aux partisans de l'indépendance des banques centrales de conclure que le cycle économique électoral conduira à une inflation dangereuse et à aucune amélioration durable de l'économie réelle. Par conséquent, à ce titre, l'indépendance des banques centrales est justifiée tant que la neutralité de la politique monétaire est assurée. Les gains à court terme d'une « bonne » politique monétaire ne peuvent être réalisés que grâce à l'indépendance des banques centrales, et les coûts pour la souveraineté économique sont insignifiants, puisque l'implication du

II- Les grands principes du droit européen s'imposant à l'action de l'Eurosystème

Dans son action, l'Eurosystème doit aussi se conformer à certains grands principes structurant du droit européen. Il y a notamment les principes de compétence d'attribution et d'équilibre institutionnel (1) ainsi que le principe de proportionnalité (2). À ces principes on peut aussi ajouter deux principes qui sont consubstantiels à l'existence même de l'Eurosystème, le principe d'indépendance des Banques centrales (3) et le principe de prohibition du financement monétaire (4). Pour ce qui est de ces deux derniers principes, il faut bien comprendre qu'ils viennent former avec l'objectif de stabilité des prix les trois composantes interdépendantes du régime économique et monétaire mis en place par le traité de Maastricht[235].

A) Les principes de compétence d'attribution et d'équilibre institutionnel

Dubouit et Blumann font remarquer que le TUE fait une référence au principe d'attribution dès l'alinéa 1 de l'article 1 lorsqu'il énonce que l'Union est une entité « à laquelle les États membres attribuent des compétences pour atteindre leurs objectifs communs »[236]. Cela dit, c'est l'article 5 qui encadre et précise ce que l'on entend par

---

Congrès dans la politique monétaire peut, au mieux, n'avoir aucun effet durable et, au pire, provoquer une volatilité à court terme. »] (traduction libre)

[235] « The economic and monetary regime of Maastricht is characterized by three interrelated components which oppose economic soundness to democratic governance: the canonization of price stability as the overriding objective, budgetary discipline and a central bank system splendidly insulated from political bargaining. These three components are the pivotal ingredients of the transfer of monetary sovereignty to the European Community. » HERDEGEN Matthias, « Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom », *Common Market Law Review*, 35, 1998, p. 10. [« Le régime économique et monétaire de Maastricht se caractérise par trois composantes interdépendantes qui opposent la solidité économique à la gouvernance démocratique : la canonisation de la stabilité des prix comme objectif primordial, la discipline budgétaire et un système de banque centrale splendidement isolé des négociations politiques. Ces trois composantes sont les ingrédients essentiels du transfert de la souveraineté monétaire à la Communauté européenne. »] (traduction libre)

[236] BLUMANN Claude et DUBOUIS Louis, *Droit institutionnel de l'Union européenne*, LexisNexis, 2013, p. 413.

principe d'attribution, puisque le premier alinéa énonce que « Le principe d'attribution régit la délimitation des compétences de l'Union. » et que l'alinéa 2 pose que :

> *« En vertu du principe d'attribution, l'Union n'agit que dans les limites des compétences que les États membres lui ont attribuées dans les traités pour atteindre les objectifs que ces traités établissent. Toute compétence non attribuée à l'Union dans les traités appartient aux États membres. »*

Le principe de la compétence d'attribution vise donc à ce que les États membres conservent la compétence de droit commun dont il résulte que l'Union ne peut, à l'inverse d'un État, légiférer comme elle l'entend. Toute action entreprise par l'UE, ou toute législation doit se fonder sur une compétence qui lui a été transférée par les traités. Autrement dit, comme l'expliquent Blumann et Dubouit, tout ce qui n'a pas été explicitement ou implicitement transféré à l'Union demeure dans la compétence des États membres[237].

L'article 2 du TFUE évoque dans ses deux premiers paragraphes « les compétences exclusives » et les « compétences partagées » de l'Union. Les compétences exclusives recouvrent les domaines dans lesquels seule l'Union peut « légiférer et adopter des actes juridiquement contraignants, les États membres ne pouvant le faire par eux-mêmes que s'ils sont habilités par l'Union, ou pour mettre en œuvre les actes de l'Union ». Les compétences partagées sont celles pour lesquelles « l'union et les États membres peuvent légiférer et adopter des actes juridiquement contraignants dans ce domaine. »
L'article 3 du même traité dresse une liste des compétences exclusives de l'Union parmi lesquelles on trouve « la politique monétaire pour les États membres dont la monnaie est l'euro ».

Dès lors, la politique monétaire relevant de la compétence exclusive de l'Union, à partir du moment où l'Eurosystème utilise les outils de politique monétaire prévus

[237] *Ibid.*, p. 414.

par les traités dans le but de remplir les objectifs qui lui sont assignés par son mandat, l'Eurosystème respecte le principe d'attribution.

On ajoutera ici que le SEBC se doit de respecter le principe d'équilibre institutionnel qui exige que le SEBC agisse en tenant compte des pouvoirs des autres institutions européennes. Ce principe signifie que le SEBC ne peut interpréter ses objectifs de sorte à avoir pour effet de transférer au SEBC des responsabilités relevant d'autres institutions de l'Union.

B) Principe de proportionnalité

Le principe de proportionnalité est posé par l'alinéa 4 de l'article 5 du TUE qui énonce que :

> *« En vertu du principe de proportionnalité, le contenu et la forme de l'action de l'Union n'excèdent pas ce qui est nécessaire pour atteindre les objectifs des traités.*
> *Les institutions de l'Union appliquent le principe de proportionnalité conformément au protocole sur l'application des principes de subsidiarité et de proportionnalité. »*

En outre, l'article 296 du TFUE rappelle que : « Lorsque les traités ne prévoient pas le type d'acte à d'adopter, les institutions le choisissent au cas par cas, dans le respect des procédures applicables et du principe de proportionnalité. »
Dubouit et Blumann notent que le champ d'application de cet article est très large puisqu'il est opposable aux compétences partagées et aux compétences exclusives de l'Union.[238]

[238] *Ibid.*, p. 475.

Le principe de proportionnalité a d'ailleurs été appliqué à une opération de politique monétaire dans l'arrêt Gauweiler.[239] Dans cet arrêt, les jugent rappellent au point 67 que :

> *« le principe de proportionnalité exige, selon une jurisprudence constante de la Cour, que les actes des institutions de l'Union soient aptes à réaliser les objectifs légitimes poursuivis par la réglementation en cause et ne dépassent pas les limites de ce qui est nécessaire à la réalisation de ces objectifs »*

Concernant le cas d'espèce, les jugent soulignent que :

> *« un programme d'acquisitions d'obligations relevant de la politique monétaire ne peut être valablement adopté et mis en œuvre que pour autant que les mesures qu'il comporte sont proportionnées aux objectifs de cette politique. »*

Puis, l'arrêt expose que les choix de politique monétaire étant de nature technique et nécessitant d'effectuer des prévisions et appréciations complexes, il y a lieu de reconnaître à l'Eurosystème un large pouvoir d'appréciation. C'est pourquoi la CJUE se borne d'abord à contrôler l'erreur manifeste d'appréciation en vérifiant l'adéquation de la mesure pour atteindre les objectifs de l'Eurosystème au regard des motivations fournies par ce dernier. En contrôlant, ensuite, « si un tel programme ne va pas manifestement au-delà de ce qui est nécessaire pour atteindre ces objectifs »[240]. Enfin, la Cour examine la pondération des intérêts en présence de sorte à éviter les « inconvénients manifestement disproportionnés par rapport aux objectifs poursuivis »[241].

[239] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».

[240] *Ibid.* point81.

[241] *Ibid.* point 91.

C) Principe d'indépendance de l'Eurosystème

Le siège du principe d'indépendance de l'Eurosystème est à l'article 130 du TFUE qui pose que :

> *« Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et les statuts du SEBC et de la BCE, ni la Banque centrale européenne, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la Banque centrale européenne ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions. »*

La CJCE a eu à préciser cet article en 2003 dans un arrêt Commission contre BCE, dans le point 134 de cet arrêt les juges expliquent que « les influences externes dont cette disposition entend protéger la BCE et ses organes de décision sont celles qui seraient susceptibles d'interférer avec l'accomplissement des « missions » dont le traité CE et les statuts du SEBC investissent la BCE. » Les juges ajoutent que l'article 123 du TFUE « vise, en substance, à préserver la BCE de toutes pressions politiques afin de lui permettre de poursuivre efficacement les objectifs assignés à ses missions, grâce à l'exercice indépendant des pouvoirs spécifiques dont elle dispose à ces fins »[242].

En sciences politiques, les arguments qui ont pu justifier l'indépendance des banques centrales sont nombreux, certains ont pu avancer que c'était pour lier les futurs gouvernements, d'autres que la délégation du pouvoir de politique monétaire pouvait se justifier par une recherche d'une plus grande séparation des pouvoirs. Pour les

[242] CJCE, « Arrêt du 10 juillet 2003, Commission c. BCE, C-11/00 », 2003.

économistes, l'indépendance des banques centrales est plutôt conçue comme un levier de crédibilité permettant à l'État de garantir la stabilité des prix[243]. On a vu que pour les monétaristes l'indépendance de la banque centrale par rapport au gouvernement est un élément essentiel pour parvenir à la stabilité des prix. Selon les monétaristes, les gouvernements sont inévitablement mauvais dans la conduite de la politique monétaire car ils ont toujours des intérêts à court terme, une élection par exemple, qui les empêchent de s'en tenir à une stratégie de long terme. Par exemple, les élus peuvent essayer de mettre en œuvre des conditions monétaires plus accommodantes avant une élection[244]. Remi Pellet explique qu'au moment de la mise en place de l'euro et de la création de la BCE le chancelier Kohl n'a accepté l'abandon du deutschemark qu'à la condition que la BCE fut totalement indépendante des gouvernements et des États membres[245]. Ce principe d'indépendance a trouvé une traduction pratique dans le fait qu'en vertu de l'article 123 du TFUE les BCN et la BCE n'ont pas le droit d'accorder des prêts aux organes de l'UE, aux membres et aux entités nationales du secteur public.

---

[243] « Economists have long conceived of CBI as a credible commitment mechanism that allows states to secure the economic benefits of price stability at little or no cost. » DOWNEY Leah, « Delegation in Democracy: A Temporal Analysis » [en ligne], *Journal of Political Philosophy*, 0, 2020, p. 1 [consulté le 8 juillet 2025]. [« Les économistes considèrent depuis longtemps l'indépendance des banques centrales comme un mécanisme d'engagement crédible qui permet aux États de garantir les avantages économiques de la stabilité des prix à un coût faible ou nul. »] (traduction libre)

[244] « The electoral business cycle argument runs as follows: elected officials will *inevitably* be bad at conducting monetary policy because they will not be able to credibly commit to price stability. They will have interests today that will prevent them from sticking to a long-term strategy they committed to in the past. For example, elected politicians may try to implement more accommodative monetary conditions just before an election, even if a central bank relying "solely on sound economic principles and data," at that time would advise against loose monetary policy. » *Ibid.*, p. 19. [« L'argument du cycle économique électoral est le suivant : les élus seront inévitablement mauvais dans la conduite de la politique monétaire parce qu'ils ne seront pas en mesure de s'engager de manière crédible en faveur de la stabilité des prix. Ils auront aujourd'hui des intérêts qui les empêcheront de s'en tenir à une stratégie à long terme à laquelle ils se sont engagés dans le passé. Par exemple, les politiciens élus peuvent essayer de mettre en œuvre des conditions monétaires plus accommodantes juste avant une élection, même si une banque centrale se fondant « uniquement sur des principes et des données économiques sains » déconseillerait à ce moment-là une politique monétaire laxiste. »] (traduction libre)

[245] « Le chancelier Kohl, qui connaissait les exigences propres de la Bundesbank, admit l'abandon du deutschemark à la condition que la Banque centrale européenne (BCE) eût pour objectif principal le maintien de la stabilité des prix, qu'elle fût totalement indépendante des gouvernements et que les États membres restassent seuls responsables de leurs politiques économiques. » PELLET Rémi, *Droit financier public*, PUF, 2018, p. 636.

Cette interdiction permet de mettre l'Eurosystème « à l'abri des pressions politiques »[246] et donc concourt à une indépendance effective du SEBC.
Comme on l'a vu, Herdegen considère la canonisation de la stabilité des prix comme objectif principal. Avec la discipline budgétaire et un système de banque centrale isolé des considérations politiques, cela constitue le triptyque traduisant la philosophie d'inspiration ordolibérale porté par le traité de Maastricht.

D) Prohibition du financement monétaire

Dans un rapport de 2022, le FMI expliquait que les opposants au financement monétaire y voient un signe avant-coureur de la domination budgétaire et un risque très important pour la crédibilité durement acquise des banques centrales. Leur principale préoccupation est que si les banques centrales devaient faire preuve d'un certain degré de tolérance à l'égard du financement monétaire, les gouvernements les pousseraient petit à petit à fournir un soutien allant bien au-delà de ce qui est approprié pour la stabilisation macroéconomique. Par conséquent, des opérations de financement monétaire, même modestes, pourraient entraîner une forte hausse des anticipations d'inflation, les investisseurs et le grand public prenant en compte le risque de « domination budgétaire ». Les experts du FMI ajoutaient qu'à l'inverse les partisans d'un assouplissement de l'interdiction faite aux banques centrales d'utiliser le financement monétaire font valoir qu'une relance budgétaire financée par la création monétaire aurait un effet plus fort sur la demande globale qu'une relance financée par la dette. Ce qui s'explique par le fait que le financement monétaire n'augmente pas la dette publique et la charge fiscale future qui y est associée, ainsi qu'en raison du fait qu'une augmentation permanente de la base monétaire est censée stimuler l'inflation et réduire les taux réels [247].

---

[246] *Ibid.*, p. 658.

[247] « Those in favor of relaxing the prohibition for central banks to use MF [Monetary Finance] argue that a fiscal stimulus financed with money creation would have a stronger effect on aggregate demand than a debt-financed one. This is because MF does not increase public debt and the associated expected future tax burden, coupled with the fact that a permanent increase in the monetary base should stimulate inflation and reduce real rates. » AGUR Itai, CAPELLE Damien, DELL'ARICCIA Giovanni *et al.*, « Monetary Finance: Do Not Touch, or Handle with Care? », 2022, p. iv. [« Les partisans d'un

Au sein de l'Union Européenne, c'est la ligne anti-financement monétaire qui l'a emporté et cette interdiction a été consacrée à l'article 123 du TFUE :

> *« 1. Il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées «banques centrales nationales», 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; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.*
>
> *2. Le paragraphe 1 ne s'applique pas aux établissements publics de crédit qui, dans le cadre de la mise à disposition de liquidités par les banques centrales, bénéficient, de la part des banques centrales nationales et de la Banque centrale européenne, du même traitement que les établissements privés de crédit. »*

Cette obligation se retrouve dans une formulation très comparable à l'article 21 des Statuts du SEBC et de la BCE.

Ces textes interdisent à la BCE et aux BCN deux choses. D'une part, l'octroi de facilités de crédit à l'administration centrale d'un État, aux autorités régionales ou locales ou à d'autres autorités publiques et organismes de droit public ou entreprises publiques. D'autre part, est interdit l'achat direct de leurs titres de créance. Ce qui signifie concrètement que l'Eurosystème ne peut pas acheter les obligations des États membres sur le marché primaire (lieu où les nouveaux titres sont émis)[248].

---

assouplissement de l'interdiction faite aux banques centrales d'utiliser le financement monétaire font valoir qu'une relance budgétaire financée par la création monétaire aurait un effet plus important sur la demande globale qu'une relance financée par la dette. En effet, le financement monétaire n'augmente pas la dette publique et la charge fiscale future attendue qui lui est associée, et une augmentation permanente de la base monétaire devrait stimuler l'inflation et réduire les taux réels. »] (traduction libre)

[248] « The prohibition on monetary financing in Article 123(1) TFEU is of particular importance here. It is repeated in Article 21(1) of the Statute of the ESCB and ECB ("the Statute") and forbids the ECB and NCBs two things: first, granting credit facilities to a State's central government, regional, local or other public authorities and bodies governed by public law or public undertakings; second, the direct purchase of their debt instruments, which means that they cannot buy up their bonds on the primary

Ce sujet reste extrêmement sensible puisque les programmes d'achats mis en place par l'Eurosystème, en particulier le *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) et le *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), ont été fréquemment contestés devant les tribunaux allemands et la CJUE sur le fondement du fait qu'ils constitueraient du financement monétaire[249].

market, the place where new securities are issued. » BORGER Vestert, « Outright Monetary Transactions and the stability mandate of the ECB » [en ligne], *Common Market Law Review*, 53, 2016, p. 142, [consulté le 26 janvier 2022]. [« L'interdiction du financement monétaire énoncée à l'article 123 (1) du TFUE revêt ici une importance particulière. Elle est reprise à l'article 21 (1) des statuts du SEBC et de la BCE (« les statuts ») et interdit à la BCE et aux BCN deux choses : premièrement, l'octroi de facilités de crédit à l'administration centrale d'un État, aux autorités régionales, locales ou autres autorités publiques et organismes de droit public ou aux entreprises publiques ; deuxièmement, l'achat direct de leurs titres de créance, ce qui signifie qu'elles ne peuvent pas acheter leurs obligations sur le marché primaire, le lieu d'émission de nouveaux titres. »] (traduction libre)

[249] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 » ; CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 » ; BUNDESVERFASSUNGSGERICHT 2 Senat, « Bundesverfassungsgericht - Decisions - ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences », Bundesverfassungsgericht, 2020.

Conclusion du Chapitre I

Ce premier chapitre nous a permis d'explorer ce que l'on a qualifié de lecture « classique » du mandat de la BCE et du SEBC. Nous nous sommes donc attardés sur les objectifs de la politique monétaire, en analysant d'abord l'objectif principal de stabilité des prix, puis l'objectif secondaire, de soutien aux politiques économiques générales dans l'Union. Enfin, pour compléter cette analyse nous avons analysé les grands principes du droit européen auxquels l'action du SEBC et de la BCE doivent se conformer.

Dans ce triptyque, nous avons débuté par présenter les considérations de théories économiques qui avaient conduit les rédacteurs du TFUE et des Statuts à consacrer la stabilité des prix en objectif principal. Nous avons alors montré que c'est la volonté de lutter contre l'inflation qui a présidé ce choix et qui a aussi légitimé la décision de rendre la BCE indépendante. L'efficacité de la politique monétaire est en effet perçue comme dépendant de la crédibilité de la BCE qui elle-même dépend de son indépendance. Ensuite, nous avons analysé les implications juridiques de cet objectif principal de stabilité des prix. Il en ressort que cet objectif doit être compris comme primant dans toutes les activités de politique monétaire de l'Eurosystème. De sorte que, si plusieurs outils de politique monétaire sont à disposition, l'Eurosystème devra choisir celui qui est le plus en mesure de garantir la stabilité des prix.

Dans le développement suivant nous avons exploré l'objectif secondaire de soutien aux politiques économiques générales dans l'Union. À cette fin, on a d'abord analysé l'étendue de cet objectif puis sa nature subsidiaire. Le second objectif du système européen des Banques Centrales est de venir en soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'UE, tels que définis à l'article 3 du TUE. Pour avoir une idée de l'étendue du champ d'application de cet objectif, nous avons parcouru les objectifs de l'UE tels que listés dans l'article 3 du TUE en insistant sur l'objectif de protéger l'environnement et la façon dont la jurisprudence en a fait un objectif d'une importance primordiale.

Enfin, nous avons vu ce qu'impliquent pour l'Eurosystème le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, mais aussi les principes de proportionnalité, d'indépendance des Banques centrales et de prohibition du financement monétaire. Ces développements furent l'occasion de voir que le principe d'économie de marché où la concurrence est libre a débouché sur le principe plus opérationnel pour les banques centrales de « neutralité de marché ».

Sur la base de ces éléments, dans le chapitre suivant il conviendra d'analyser si, au regard des effets que le réchauffement climatique va avoir sur l'économie, le mandat de l'Eurosystème lui permet d'adapter son action à l'exigence de réorientation des flux financiers de façon à pouvoir orienter l'économie vers une moindre production de CO2.

CHAPITRE II – RELECTURE DU MANDAT DE L'EUROSYSTÈME AU REGARD DES ENJEUX ENVIRONNEMENTAUX

Peu de temps après son arrivée à la tête de la BCE, Christine Lagarde a enclenché un processus de révision du cadre stratégique de l'Eurosystème. La revue du cadre stratégique, ou plus simplement « revue stratégique », s'est déroulée durant l'année 2021 et la question de l'intégration du climat à l'action de la BCE a fait partie des questions centrales qui furent étudiées[250]. Au cours de ce processus, de nombreux responsables au sein de l'Eurosystème ont pris des positions sur la question du climat. Christine Lagarde avait d'ailleurs donné le ton dès son audition par le comité en charge des affaires économiques et monétaires à l'occasion de son processus de nomination, en affirmant que les banques centrales sont de plus en plus confrontées à la question du changement climatique[251]. Puis elle a réitéré cette idée à l'occasion de sa première audience en tant que présidente de la BCE[252]. Par la suite, elle a souvent insisté sur la

[250] « On 8 July 2021, the ECB announced a new monetary policy strategy as a result of its latest strategy review launched in January 2020. (…) One cornerstone of the new monetary policy strategy is the ECB's Climate Change Action Plan. » DIETZ Sara, « Green Monetary Policy Between Market Neutrality and Market Efficiency », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 398. [« Le 8 juillet 2021, la BCE a annoncé une nouvelle stratégie de politique monétaire à la suite de sa dernière revue stratégique lancée en janvier 2020. (...) L'une des pierres angulaires de la nouvelle stratégie de politique monétaire est le plan d'action de la BCE en matière de changement climatique. »] (traduction libre)

[251] « Third, central banks are increasingly facing new types of challenges, not least related to climate change, the disruptive impact of technological change, and the potential fragmentation of the current multilateral order. » LAGARDE Christine, « Opening Statement by Christine Lagarde to the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament », publié le 4 septembre 2019, [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025]. [« Troisièmement, les banques centrales sont de plus en plus confrontées à de nouveaux types de défis, notamment liés au changement climatique, à l'impact disruptive de l'évolution technologique et à la fragmentation potentielle de l'ordre multilatéral actuel. »] (traduction libre)

[252] « The macroeconomic landscape has been marked by the Great Financial Crisis and the sovereign debt crisis, and more recently by a low inflation environment. At the same time, new challenges have emerged such as demographics, disruptive technology and climate change. Conventional wisdom has been challenged and monetary policy globally has explored unchartered territories. » LAGARDE Christine, « Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 2 décembre 2019, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Le paysage macroéconomique a été marqué par la grande crise financière et la crise de la dette souveraine, et plus récemment par un environnement de faible inflation. Dans le même temps, de nouveaux défis sont apparus, tels que la démographie, les technologies de rupture et le changement climatique. Les idées reçues ont été remises en question et la politique monétaire a exploré des territoires inexplorés. »] (traduction libre)

nécessité pour la BCE d'intégrer à son action la question climatique et notamment à l'occasion d'un discours du 25 janvier 2021 où elle a expliqué que le changement climatique avait des répercussions sur la stabilité des prix, d'où l'intégration de ces questions à la révision de la stratégie de politique monétaire[253].

Au sein de la BCE, d'autres prises de position fortes peuvent être notées, notamment un discours d'Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, qui a expliqué que le changement climatique, s'il n'est pas traité rapidement, affectera l'économie d'une manière qui pose des risques importants pour la stabilité des prix à moyen et long terme[254]. Isabel Schnabel a par la suite aussi affirmé que la question n'est

[253] « Today, then, central banks face two trends – more visible impacts of climate change and an acceleration of policy transition. Both trends have macroeconomic and financial implications and have consequences for our primary objective of price stability, (…) Central banks are both aware of those consequences, and determined to mitigate them. (…) But there is more: climate change also impacts our primary mandate of price stability through several channels. This is why climate change considerations form an integral part of our ongoing review of our monetary policy strategy. Climate change can create short-term volatility in output and inflation through extreme weather events, and if left unaddressed can have long-lasting effects on growth and inflation. Transition policies and innovation can also have a significant impact on growth and inflation. These factors could potentially cause a durable divergence between headline and core measures of inflation and influence the inflation expectations of households and businesses. » LAGARDE Christine, « Climate change and central banking », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 25 janvier 2021, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Aujourd'hui, les banques centrales sont confrontées à deux tendances : les effets plus visibles du changement climatique et l'accélération de la transition politique. Ces deux tendances ont des implications macroéconomiques et financières et ont des conséquences sur notre objectif principal de stabilité des prix, (...) Les banques centrales sont à la fois conscientes de ces conséquences et déterminées à les atténuer. (...) Mais ce n'est pas tout : le changement climatique a également un impact sur notre mandat principal de stabilité des prix par le biais de plusieurs canaux. C'est pourquoi les considérations relatives au changement climatique font partie intégrante de la revue de notre stratégie de politique monétaire. Le changement climatique peut engendrer une volatilité à court terme et de l'inflation en raison de phénomènes météorologiques extrêmes et, s'il n'est pas pris en compte, il peut avoir des effets durables sur la croissance et l'inflation. Les politiques de transition et l'innovation peuvent également avoir un impact significatif sur la croissance et l'inflation. Ces facteurs pourraient potentiellement provoquer une divergence durable entre les mesures de l'inflation globale et de l'inflation de base et influencer les anticipations des ménages et des entreprises en matière d'inflation. »] (traduction libre)

[254] « Climate change, if not addressed swiftly, can be expected to affect the economy in a way that poses material risks to price stability in the medium to long term. (…) The other view is that central banks have to respond to market failures and incorporate the far-reaching risks that climate change poses to price stability when designing their policy instruments. (…) As climate change poses severe risks to price stability, central banks are required, within their traditional mandates, to strengthen their efforts to support a faster transition towards a more sustainable economy. » SCHNABEL Isabel, « Never waste a crisis », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 17 juillet 2020, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Si le changement climatique n'est pas traité rapidement, on peut s'attendre à ce qu'il affecte l'économie d'une manière qui pose des risques importants pour la stabilité des prix à moyen et long terme. (...) L'autre point de vue est que les banques centrales doivent répondre aux défaillances du

pas de savoir si la BCE doit intégrer le changement climatique et d'autres aspects de la protection de l'environnement dans ses décisions de politique monétaire, mais comment et dans quelle mesure cela doit être fait.
Frank Elderson, un autre membre du directoire, a souligné très explicitement que le changement climatique peut avoir un effet direct sur l'inflation, ce qui en fait une question touchant au cœur du mandat de l'Eurosystème[255].

Au niveau de l'Eurosystème, des prises de position en ce sens ont aussi été exprimées à plusieurs reprises par le Gouverneur de la Banque de France. Le discours qui semble à cet égard le plus tranché est sans doute celui du 11 février 2021 dans lequel il a déclaré :

> *« La prise en compte du changement climatique par l'Eurosystème n'est ni un abus de mission, ni une simple conviction militante ou une mode ; c'est un impératif que nous devons poursuivre au nom même de notre mandat actuel et pour assurer la bonne mise en œuvre de la politique monétaire. 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. »*[256]

---

marché et intégrer les risques considérables que le changement climatique fait peser sur la stabilité des prix lorsqu'elles conçoivent leurs instruments de politique. (...) Étant donné que le changement climatique fait peser des risques important sur la stabilité des prix, les banques centrales sont tenues, dans le cadre de leurs mandats traditionnels, d'intensifier leurs efforts pour soutenir une transition plus rapide vers une économie plus durable. »] (traduction libre)

[255] « At the same time, analysis consistently shows the vital importance of climate and nature for central banks and supervisors. First, whatever happens, the economic impact will be profound. If left unchecked, global heating and nature degradation will contribute to increased macroeconomic volatility as climate and nature events become more frequent and have a greater impact on the economy. » ELDERSON Franck, « Taking into account climate and nature in monetary policy and banking supervision around the world », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 27 mars 2024, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Dans le même temps, les analyses montrent régulièrement l'importance vitale du climat et de la nature pour les banques centrales et les autorités de surveillance. Tout d'abord, quoi qu'il arrive, l'impact économique sera profond. Si rien n'est fait, le réchauffement de la planète et la dégradation de la nature contribueront à accroître la volatilité macroéconomique à mesure que les événements climatiques et naturels deviendront plus fréquents et auront un impact plus important sur l'économie. »] (traduction libre)

[256] VILLEROY DE GALHAU François, « Le rôle des banques centrales dans le verdissement de l'économie », sur *Banque de France* [en ligne], publié le 11 février 2021, [consulté le 8 juillet 2025].

Le gouverneur de la Banque de France ayant par le passé aussi reconnu que « les mandats des banques centrales leur imposent de prendre en compte le changement climatique »[257].

En réalité, la prise de conscience de la question climatique par les banquiers centraux remonte à un discours de Mark Carney, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre. Dans ce discours très remarqué prononcé le 29 septembre 2015 à la Lloyd's of London, il explique qu'il existe trois grands canaux par lesquels le changement climatique peut affecter la stabilité financière : les risques physiques, les risques de responsabilité et les risques de transition[258].
Ce qu'il appelle les risques physiques correspond à ce qui découle des inondations, tempêtes et autres événements climatiques endommageant les biens ou perturbant le

[257] François Villeroy de Galhau, *Climat : les Banques centrales se mobilisent*, Revue de la stabilité financière, N°23, Juin 2019, Verdir le système financier, la nouvelle frontière, p7.

[258] « There are three broad channels through which climate change can affect financial stability:

- First, physical risks: the impacts today on insurance liabilities and the value of financial assets that arise from climate- and weather-related events, such as floods and storms that damage property or disrupt trade;

- Second, liability risks: the impacts that could arise tomorrow if parties who have suffered loss or damage from the effects of climate change seek compensation from those they hold responsible. Such claims could come decades in the future, but have the potential to hit carbon extractors and emitters – and, if they have liability cover, their insurers – the hardest;

- Finally, transition risks: the financial risks which could result from the process of adjustment towards a lower-carbon economy. Changes in policy, technology and physical risks could prompt a reassessment of the value of a large range of assets as costs and opportunities become apparent. » CARNEY Mark, « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - Speech given at Lloyd's of London. », sur *Bank of England* [en ligne], publié le 29 septembre 2015, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Le changement climatique peut affecter la stabilité financière de trois manières :

- Premièrement, les risques physiques : les impacts actuels sur les engagements d'assurance et la valeur des actifs financiers qui découlent des événements liés au climat et aux conditions météorologiques, tels que les inondations et les tempêtes qui endommagent les biens ou perturbent le commerce ;

- Deuxièmement, les risques de responsabilité (ou risque juridique) : les conséquences qui pourraient survenir demain si les parties qui ont subi des pertes ou des dommages dus aux effets du changement climatique cherchent à obtenir une compensation de la part de ceux qu'elles considèrent comme responsables. Ces demandes d'indemnisation pourraient survenir des décennies plus tard, mais elles sont susceptibles de frapper le plus durement les extracteurs et les émetteurs de carbone et, s'ils bénéficient d'une couverture de responsabilité, leurs assureurs ;

- Enfin, les risques de transition : les risques financiers qui pourraient résulter du processus d'ajustement vers une économie à plus faible intensité de carbone. L'évolution des politiques, de la technologie et des risques physiques pourrait entraîner une réévaluation de la valeur d'un large éventail d'actifs à mesure que les coûts et les opportunités deviennent apparents. »] (traduction libre)

commerce et qui, *in fine,* impactent les assureurs et la valeur des actifs financiers. Le risque de responsabilité, qu'on appelle aussi risque juridique, renvoie-lui au risque des personnes ayant subi des pertes ou des dommages en raison des effets du changement climatique cherchant à obtenir une indemnisation de ces dommages de la part de ceux qu'elles tiennent pour responsables. Enfin, le risque de transition renvoie quant à lui aux risques financiers qui pourraient résulter du processus d'ajustement vers une économie à faible émission de carbone. L'évolution des politiques, des technologies et des risques physiques pourrait entraîner une réévaluation de la valeur d'un large éventail d'actifs.

Pour ce qui est de l'Eurosystème, ces prises de positions se sont matérialisées au moment de la revue stratégique. À cette occasion, le Conseil des Gouverneurs a reconnu la nécessité d'intégrer les questions climatiques dans son cadre de politique monétaire puisque le « changement climatique et la transition vers une économie plus durable influent sur les perspectives de stabilité des prix en raison de leurs effets sur les indicateurs macroéconomiques (tels que l'inflation, la production, l'emploi, les taux d'intérêt, l'investissement et la productivité), la stabilité financière et la transmission de la politique monétaire »[259]. L'Eurosystème s'est donc accordé pour intégrer la question climatique à son action et ce de plusieurs façons. D'abord, en travaillant sur la modélisation macroéconomique et l'évaluation des implications pour la transmission de la politique monétaire. Ensuite, la BCE a annoncé qu'elle entend élaborer, à titre expérimental, de nouveaux indicateurs relatifs aux instruments financiers verts, à l'empreinte carbone des établissements financiers ainsi qu'à leur exposition aux risques physiques liés au climat[260]. Plus concrètement, l'Eurosystème compte aussi imposer des exigences de déclarations relatives aux questions environnementales. Déclarations qui constitueront un nouveau critère d'éligibilité ou le fondement d'un traitement différencié des garanties et des achats d'actifs. Il est également prévu que le bilan de

[259] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 8 juillet 2021, [consulté le 8 juillet 2025].

[260] *Ibid.*

l'Eurosystème soit soumis à des « *stress tests* climatiques » afin d'évaluer son exposition aux risques climatiques[261]. L'Eurosystème prévoit aussi d'agir sur les actifs utilisés comme garanties par les contreparties dans les opérations de crédit en tenant compte des risques pertinents liés au changement climatique lors de l'examen des dispositifs d'évaluation et de contrôle des risques applicables. Enfin, il a été annoncé que la BCE ajustera le dispositif gouvernant la répartition des achats de titres en tenant compte des critères liés au changement climatique. Ces critères intègreront notamment le respect de la législation européenne mettant en œuvre l'accord de Paris[262].

Cette nouvelle stratégie est pour la BCE un premier pas essentiel dans la bonne direction. Néanmoins, on peut rejoindre Yannis Dafermos et ses coauteurs et souligner que ce plan d'action climatique n'est pas à la hauteur de l'urgence climatique à laquelle nous faisons face[263]. Malgré toutes les prises de position des responsables de l'Eurosystème et les nombreux espoirs qu'avait soulevé la revue stratégique, celle-ci n'a pour l'instant pas permis d'aboutir à un résultat suffisant. Le processus de traduction dans les opérations de politique monétaire demeure en cours mais l'on peut craindre qu'il n'aboutisse qu'à de trop modestes évolutions. Le Chapitre qui va suivre entend démontrer que le mandat de l'Eurosystème lui permettrait d'aller bien plus loin.

---

[261] *Ibid.*

[262] *Ibid.*

[263] « However, the ECB plan lacks the level of ambition that is required given the climate emergency that we are facing. This lack of ambition is, first, reflected in the timeline of the actions: most of the interventions that have the potential to affect climate targets will not be introduced before late 2022 and their full implementation might not take place before 2025. Second, the action plan is too focused on disclosures and the protection of the Eurosystem balance sheet from climate risks. It does not include a clear set of interventions that would directly incentivize green investment and contribute to the reduction of polluting activities, in line with a precautionary approach to the systemic risks that arise from climate change. » DAFERMOS Yannis, KRIWOLUZKY Alexander, VARGAS Mauricio *et al.*, « The Price of Hesitation: How the Climate Crisis Threatens Price Stability and What the ECB Must Do about It », Greenpeace Germany; German Institute for Economic Research; and SOAS, University of London, 2021, p. 19. [« Cependant, le plan de la BCE n'a pas le niveau d'ambition requis compte tenu de l'urgence climatique à laquelle nous sommes confrontés. Ce manque d'ambition se reflète tout d'abord dans le calendrier des actions : la plupart des interventions susceptibles d'affecter les objectifs climatiques ne seront pas introduites avant la fin de 2022 et leur mise en œuvre complète pourrait ne pas avoir lieu avant 2025. Deuxièmement, le plan d'action est trop axé sur la communication d'informations et la protection du bilan de l'Eurosystème contre les risques climatiques. Il n'inclut pas un ensemble clair d'interventions qui encourageraient directement les investissements verts et contribueraient à la réduction des activités polluantes, conformément à une approche d'atténuation des risques systémiques qui découlent du changement climatique. »] (traduction libre)

Comme développé ci-dessus, l'impact que le changement climatique fait peser sur l'économie est réel et important. L'ampleur du danger appelle à s'interroger sur la question de savoir si, au regard de son mandat, l'intégration de la question climatique est possible dans l'action de l'Eurosystème. L'article 127 du TFUE énonce un mandat composé d'un objectif principal, la stabilité des prix, et d'un objectif secondaire, le soutien aux politiques économiques générales dans l'union. La prise en compte du changement climatique par l'Eurosystème n'est donc possible que si l'un et/ou l'autre de ces objectifs le permet.

Le développement qui suit se propose d'abord de démontrer que les objectifs assignés à la BCE et au SEBC lui imposent de prendre en compte la question du réchauffement climatique dans sa politique monétaire. Nous verrons donc dans un premier temps que l'objectif de stabilité des prix assigné à l'Eurosystème permet à ce dernier d'intégrer le dérèglement climatique à son action. Ensuite, il sera question de regarder comment l'objectif secondaire de soutien aux politiques économiques générales dans l'Union est de nature à permettre une inclusion du réchauffement climatique dans la politique monétaire de l'Eurosystème (Section I).

L'analyse qui suivra s'attachera à corroborer cette idée que l'Eurosystème a l'obligation d'intégrer la contrainte climatique à son action. Nous reviendrons dans un premier temps sur la question des grands principes du droit européen mais cette fois à la lumière de l'enjeu climatique et de son intégration à la politique monétaire de l'Eurosystème. Puis, nous verrons que les articles 11 et 191 du TFUE, en ce qu'ils imposent que la protection de l'environnement soit intégrée dans la définition et la mise en œuvre des politiques et actions, confortent l'obligation d'intégrer la contrainte climatique à la politique monétaire. Enfin, nous verrons que le fait que la BCE soit tenue de respecter l'Accord de Paris vient aussi à l'appui de cette démonstration (Section II).

Section I – Les objectifs de l'Eurosystème porteurs d'une obligation d'intégrer la contrainte climatique à son action

Cette section va s'attacher à démontrer qu'aussi bien l'objectif principal que l'objectif secondaire de l'Eurosystème lui imposent d'incorporer à sa politique monétaire le problème du réchauffement climatique. D'abord, nous montrerons que l'objectif de stabilité des prix permet à l'Eurosystème d'intégrer le dérèglement climatique à son action (I). Puis, il sera question de regarder comment l'objectif secondaire de soutien aux politiques économiques générales dans l'Union astreint à inclure le réchauffement climatique dans la politique de l'Eurosystème (II).

I- L'objectif de stabilité des prix à l'aune du réchauffement climatique

Comme on l'a vu dans le chapitre précédent, l'article 127(1) du TFUE s'ouvre en énonçant que *« L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé « SEBC », est de maintenir la stabilité des prix. »* Cette obligation de maintenir la stabilité des prix a été comprise par le Conseil des Gouverneurs telle que la stabilité des prix est « une progression sur un an de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) pour la zone euro inférieure à 2% »[264] et de sorte à ce que celle-ci doivent être maintenue à moyen terme.[265] On a aussi vu préalablement que la revue stratégique engagée par Christine Lagarde a abouti à une révision de cet objectif d'inflation, on passe donc d'un objectif d'inflation, proche de, mais inférieur à 2%, à un objectif d'inflation de 2%.

La question qui se pose donc ici est de savoir si les bouleversements économiques engendrés par le réchauffement climatique sont de nature à rendre la réalisation de cet objectif plus compliquée, voire impossible. Autrement dit, dans un premier temps il convient de regarder si le réchauffement climatique est de nature à impacter l'inflation (A). Puis nous analyserons si les conséquences à long terme du réchauffement climatique sur la stabilité des prix doivent être prises en compte par les politiques monétaires (B), ce qui nous conduira à nous pencher sur le « mythe » de la neutralité de marché (C) auquel l'Eurosystème tente de se conformer contre vents et marées.

A) L'impact du réchauffement climatique sur la stabilité des prix

Comme vu dans l'introduction, le réchauffement climatique va provoquer une augmentation du nombre et de l'intensité des catastrophes climatiques. Ilan Noy rappelle que dans un rapport de 2005 l'IRIN expliquait que le nombre de personnes

[264] Banque Centrale Européenne, Rapport Annuel 1998, p8. Voir aussi : ECB, A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, Press Release, 13 October 1998.

[265] « Price stability is to be maintained over the medium term. » ECB, A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, Press Release, 13 October 1998, sur *European Central Bank* [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025]. [« La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme. »] (traduction libre)

touchées par les catastrophes naturelles avait augmenté sur les vingt dernières années et qu'au cours de la dernière décennie, le nombre total de personnes touchées par des catastrophes naturelles avait triplé pour atteindre 2 milliards[266].

Sur la question de l'impact des catastrophes climatiques sur l'inflation on peut tout d'abord noter une étude publiée dans un document de travail de la BCE. L'auteur note qu'en général, les catastrophes ont un impact négligeable sur l'inflation dans les pays avancés, mais augmentent généralement l'inflation dans les pays en développement. Il précise néanmoins que l'impact des catastrophes graves est plus important, et significatif même dans les pays à revenu élevé. Il souligne qu'au-delà de la destruction et de la perturbation immédiates, il peut y avoir des impacts à plus long terme sur les prix. Par exemple la destruction des ports et des infrastructures peut perturber les importations et faire augmenter le prix des biens importés. Inversement, l'absence de ports d'exportation peut entraîner une surproduction nationale et une baisse des prix des biens normalement exportés[267].

---

[266] « The United Nation's Integrated Regional Information Network notes, "while the number of lives lost has declined in the past 20 years – 800,000 people died from natural disasters in the 1990s, compared with 2 million in the 1970s – the number of people affected has risen. Over the past decade, the total affected by natural disasters has tripled to 2 billion. » NOY Ilan, « The macroeconomic consequences of disasters », *Journal of Development Economics*, 88, 2009, p. 221. [« L'*Integrated Regional Information Network* des Nations unies note que « si le nombre de vies perdues a diminué au cours des 20 dernières années - 800 000 personnes sont mortes de catastrophes naturelles dans les années 1990, contre 2 millions dans les années 1970 - le nombre de personnes touchées a augmenté. Au cours de la dernière décennie, le nombre total de personnes touchées par les catastrophes naturelles a triplé pour atteindre 2 milliards ». »] (traduction libre)

[267] « Previous studies have highlighted a large heterogeneity in the impact of disasters on output, particularly between advanced and developing countries. The impact on inflation is similarly diverse. Disasters on average have negligible impact on inflation in advanced countries, but typically increase inflation in developing countries. That said, the impact for severe disasters (those in the upper quartile) is larger, and significant even in high income countries. (…) The destruction of ports and infrastructure may disrupt imports, driving up the price for those goods which are imported. Conversely, the lack of ports for export may lead to a domestic oversupply and price falls in goods normally exported. PARKER Miles, « The Impact of Disasters on Inflation », Banque Centrale Européenne, 2016 pp. 2-6. [« Des études antérieures ont mis en évidence une grande hétérogénéité dans l'impact des catastrophes sur la production, en particulier entre les pays avancés et les pays en développement. L'impact sur l'inflation est tout aussi hétérogène. En moyenne, les catastrophes ont un impact négligeable sur l'inflation dans les pays avancés, mais augmentent généralement l'inflation dans les pays en développement. Cela dit, l'impact des catastrophes graves (celles qui se situent dans le quartile supérieur) est plus important et significatif même dans les pays à revenu élevé. (...) La destruction des ports et des infrastructures peut perturber les importations, entraînant une hausse du prix des biens importés. Inversement, l'absence de ports pour l'exportation peut entraîner une surabondance de l'offre intérieure et une chute des prix des biens normalement exportés. »] (traduction libre)

Néanmoins il convient de souligner que le réchauffement climatique va provoquer une augmentation du nombre et de l'intensité des catastrophes climatiques. Dès lors, comment réagira l'économie des pays de la zone euro à une succession de catastrophes climatiques d'ampleur toujours plus importante ?

Comme l'explique Simon Dikau et Ulrich Volz, la stabilité des prix peut être affectée de différentes façons par le changement climatique et l'augmentation de la fréquence et de la gravité des évènements climatiques extrêmes. Par exemple, le changement climatique peut avoir un impact important sur la production agricole aussi bien domestique qu'étrangère et donc sur le prix des denrées agricoles. En effet, les sécheresses et les inondations pourraient avoir un impact important sur les rendements agricoles et ainsi provoquer des chocs sur l'offre et donc conduire à une hausse des prix et une inflation par les prix[268].

Par ailleurs, étant donné que les dommages environnementaux et les risques liés au changement climatique affectent la stabilité des banques, des assurances et plus généralement, de l'ensemble de la sphère financière, ils doivent constituer une préoccupation pour les banques centrales. Comme évoqué ci-dessus, Marc Carney explique qu'il existe trois types de risques pouvant affecter les systèmes financiers et

[268] « Prices and price variability, which are at the centre of attention of most central banks, could be affected through various channels by anthropogenic climate change and an associated increase in the frequency and severity of extreme weather events. To start with, climate change may have a significant impact on agricultural production, both domestic and abroad, and hence on food prices, which are an important component of consumer price inflation. For instance, climate change-related droughts and floods may have a significant impact on agricultural output and cause supply shocks and hence rising prices and cost-push inflation. » Simon Dikau & Ulrich Volz, « Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance », SOAS Department of Economics, Working Paper No. 222, London : SOAS University of London, p. 9. [« Les prix et leur variabilité, qui sont au centre de l'attention de la plupart des banques centrales, pourraient être affectés par divers canaux par le changement climatique et l'augmentation de la fréquence et de la gravité des phénomènes météorologiques extrêmes qui y est associée. Tout d'abord, le changement climatique peut avoir un impact significatif sur la production agricole, tant nationale qu'internationale, et donc sur les prix des denrées alimentaires, qui sont une composante importante de l'inflation des prix à la consommation. Par exemple, les sécheresses et les inondations liées au changement climatique peuvent avoir un impact significatif sur la production agricole et provoquer des chocs au niveau de l'offre et, par conséquent, une hausse des prix et une inflation par les coûts. »] (traduction libre)

notamment le milieu des assurances : le risque de transition, le risque physique et le risque juridique.

À ce jour, il faut reconnaître qu'il est difficile de modéliser précisément les conséquences sur la stabilité monétaire du « chaos climatique » qui se profile si nos économies continuent sur la voie du « *business as usual* » décrit par le GIEC. Par exemple, une multiplication des pénuries alimentaires conduira-t-elle à un phénomène d'hyperinflation comme on a pu l'observer en Colombie en 2016 lorsque le phénomène climatique d'El Nino a généré des chocs sur les produits de base, conduisant à une hausse des prix des denrées périssables et donc à une inflation annuelle de 7.5% ? Daniela Gabor abonde en ce sens et explique que les conditions météorologiques extrêmes pourraient affecter la production alimentaire mondiale, entraînant une augmentation du prix des aliments et donc de l'inflation[269].
À l'inverse, un manque de ressources pourrait aussi conduire à un ralentissement des investissements et de la croissance future et donc à une récession économique entrainant une déflation prolongée[270]. Dans un rapport de 2020, des économistes de la Banque du Japon considèrent que la matéralisation des risques physiques provoquera une baisse des prix de l'immobilier notamment. Prix qui seraient aujourd'hui surévalués en raison d'un manque d'information sur les effets du changement climatique[271].

---

[269] « As far as price stability is concerned, extreme weather could affect global food production, causing an increase in food price and inflation. » GABOR Daniela, DAFERMOS Yannis, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Finance and Climate Change - A Progressive Green Finance Strategy for the UK - », 2019, p. 30. [« En ce qui concerne la stabilité des prix, des conditions météorologiques extrêmes pourraient affecter la production alimentaire mondiale, entraînant une augmentation des prix des denrées alimentaires et de l'inflation. »] (traduction libre)

[270] Voir : « At the same time, the lack of such goods can slow-down investment and future growth. So, on the contrary, will the economic downturn give rise to prolonged deflation? » Yolaine Fischer, 'Global Warming : Does the ECB Mandate Legally Authorise a "Green Monetary Policy" ?', p. 178 [« Dans le même temps, le manque de ressource peut ralentir l'investissement et la croissance future. Alors, au contraire, le ralentissement économique donnera-t-il lieu à une déflation prolongée ? »] (traduction libre)

[271] « (…) our survey finds that real estate properties and stocks do not adequately price in physical risks. It also finds that investors update their risk perceptions when they personally experience the impacts of climate change. These findings indicate that asset prices may decline significantly as climate change risks materialize. » FURUKAWA Kakuho, ICHIUE Hibiki et SHIRAKI Noriyuki, « How Does Climate Change Interact with the Financial System? A Survey », Banque du Japon, 2020, p. 57. [« (…) notre étude montre que les biens immobiliers et les actions ne tiennent pas suffisamment compte des

Dans un article publié par la banque centrale de Suède, Conny Olovson abonde en ce sens en expliquant que l'effet attendu du changement climatique sur l'inflation provient, notamment, de son impact sur le secteur agricole. En effet, selon lui, des conditions météorologiques extrêmes peuvent avoir un impact sur la production alimentaire mondiale et entraîner une augmentation des prix alimentaires dans les pays importateurs de denrées alimentaires. Effet qui pourrait être sérieusement aggravé si les pays exportateurs réduisaient leurs exportations de denrées alimentaires dans le but de limiter une hausse des prix domestiques des aliments. Olovson rappelle que pareille situation s'est déjà produite en 2010, lorsque la Russie a cessé d'exporter des céréales en raison d'une vague de chaleur et d'une sécheresse. Il en a résulté une importante augmentation du prix des céréales et une augmentation de l'inflation en raison de l'augmentation des prix alimentaires dans de nombreux pays. Il conclut que l'on peut donc s'attendre à ce que le changement climatique entraîne une volatilité accrue de l'inflation en raison de cette plus grande volatilité des prix alimentaires[272].

---

risques physiques. Elle montre également que les investisseurs actualisent leur perception des risques lorsqu'ils subissent personnellement les effets du changement climatique. Ces résultats indiquent que les prix des actifs peuvent baisser de manière significative lorsque les risques liés au changement climatique se matérialisent. »] (traduction libre)

[272] « The expected effect of climate change on inflation comes, not least, from its impact on the agricultural sector. Extreme weather can impact global food production, which, in turn, could lead to increased food price inflation in countries importing foodstuffs. Such an effect could be seriously worsened if the exporting countries reduce their food exports with the aim of restraining domestic price increases for food. As an example, this was the case in 2010, when Russia stopped exporting cereals due to a heat wave and drought. The result was a significant international increase in the price of cereals and increased inflation due to increased food prices in many countries. Climate change can therefore be expected to lead to greater volatility in inflation due to this greater volatility in food prices. » OLOVSSON Conny, « Is climate change relevant for central banks? », *Economic Commentaries - Sveriges Riksbank*, 2018, p.4. [« L'effet attendu du changement climatique sur l'inflation provient notamment de son impact sur le secteur agricole. Des conditions météorologiques extrêmes peuvent avoir un impact sur la production alimentaire mondiale, ce qui, à son tour, pourrait entraîner une augmentation de l'inflation des prix des denrées alimentaires dans les pays qui les importent. Cet effet pourrait être sérieusement aggravé si les pays exportateurs réduisaient leurs exportations de denrées alimentaires dans le but de limiter l'augmentation des prix intérieurs des denrées alimentaires. C'est ce qui s'est passé en 2010, lorsque la Russie a cessé d'exporter des céréales en raison d'une vague de chaleur et de sécheresse. Il en a résulté une augmentation internationale significative du prix des céréales et une hausse de l'inflation due à l'augmentation des prix des denrées alimentaires dans de nombreux pays. On peut donc s'attendre à ce que le changement climatique entraîne une plus grande volatilité de l'inflation en raison de cette augmentation. »] (traduction libre)

Une étude de panels transnationale plus récente couvrant la période 1964-2007, réalisée par Corey Lesk et ses coauteurs, a également révélé que les sécheresses et les chaleurs extrêmes réduisaient considérablement la production céréalière nationale de 9 à 10 %. Les événements météorologiques extrêmes qui affectent la production alimentaire mondiale pourraient temporairement augmenter l'inflation des prix alimentaires dans les pays qui dépendent des importations de denrées alimentaires[273].

Les économistes de la Banque d'Angleterre, Sandra Batten, Rhiannon Sowerbutts et Misa Tanaka vont dans le même sens et soulignent que des événements météorologiques extrêmes affectant la production de denrées alimentaires mondiale pourraient augmenter l'inflation des prix de ces denrées. Cet impact serait d'autant plus fort dans les pays qui dépendent des importations de denrées alimentaires et il pourrait être exacerbé si les pays exportateurs ont recours à des mesures protectionnistes pour maintenir les prix alimentaires nationaux à un niveau bas[274].

---

[273] « We show that droughts and extreme heat significantly reduced national cereal production by 9–10%, whereas our analysis could not identify an effect from floods and extreme cold in the national data. Analysing the underlying processes, we find that production losses due to droughts were associated with a reduction in both harvested area and yields, whereas extreme heat mainly decreased cereal yields. Furthermore, the results highlight ~7% greater production damage from more recent droughts and 8–11% more damage in developed countries than in developing ones. » LESK Corey, ROWHANI Pedram et RAMANKUTTY Navin, « Influence of extreme weather disasters on global crop production », *Nature*, 529, 2016, p. 84. [« Nous montrons que les sécheresses et les chaleurs extrêmes ont considérablement réduit la production céréalière nationale de 9 à 10 %, alors que notre analyse n'a pas permis d'identifier un effet des inondations et des froids extrêmes dans les données nationales. En analysant les processus sous-jacents, nous constatons que les pertes de production dues aux sécheresses sont associées à une réduction des surfaces récoltées et des rendements, tandis que les chaleurs extrêmes ont principalement diminué les rendements céréaliers. En outre, les résultats mettent en évidence des dommages à la production d'environ 7 % plus importants dus à des sécheresses plus récentes et de 8 à 11 % plus importants dans les pays développés que dans les pays en voie de développement. »] (traduction libre)

[274] « Extreme weather events are likely to have the most significant impact on the agricultural sector. (…) for developing countries at least, panel models typically found consistently negative impacts of bad weather shocks on agricultural output. A more recent cross-country panel study covering the 1964–2007 period (…) found that droughts and extreme heat significantly reduced national cereal production by 9–10%. Extreme weather events affecting the global food production could temporarily increase food price inflation in countries that rely on imported food, and this impact could be exacerbated if the exporting countries resort to protectionist measures to keep domestic food prices down. BATTEN Sandra, SOWERBUTTS Rhiannon et TANAKA Misa, « Let's talk about the weather », Bank of England, 2016, p. 24. [« Les événements météorologiques extrêmes sont susceptibles d'avoir l'impact le plus important sur le secteur agricole. (…) pour les pays en développement au moins, les modèles de panel ont généralement révélé des impacts négatifs constants des chocs météorologiques sur la production agricole. Une étude plus récente d'un panel de pays couvrant la période 1964-2007, (…) a également révélé que les sécheresses et les chaleurs extrêmes réduisaient considérablement la

Sandra Batten et ses coauteurs montrent également qu'une catastrophe naturelle peut générer un écart de production positif et une pression à la hausse sur l'inflation. Cependant, ils soulignent qu'une catastrophe naturelle peut également produire un effet négatif important et persistant sur la demande et donc engendrer une pression à la baisse sur l'inflation si les ménages réduisent leurs consommations et les entreprises leurs investissements. Ils concluent que : « l'évolution des conditions climatiques et le recours accru aux bioénergies pourraient accroître la volatilité des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, et donc celle des taux d'inflation globale. »[275]

Stéphane Dees et Pierre-François Weber expliquent que ce que l'on appelle les risques physiques, c'est-à-dire les phénomènes météorologiques extrêmes et la hausse des températures avec les phénomènes qui y sont associés, pourraient entrainer des chocs d'offre négatifs. Par choc d'offre négatif, ils entendent des destructions de capital, réductions de l'offre de travail et incertitudes sur la productivité. Ce type de chocs réduisent la production potentielle, augmentent les écarts de production et par conséquent provoquent des pressions inflationnistes. De ce fait, une augmentation de la fréquence et de l'ampleur de ces chocs est de nature à entraîner une volatilité accrue de l'inflation globale et à affecter les anticipations d'inflation[276]. Dees et Weber ajoutent que les risques de transition sont également impactant pour la prévisibilité de l'inflation en raison des restructurations et des adaptations rendues nécessaires par le changement climatique qui provoqueront d'importantes perturbations économiques[277].

---

production céréalière nationale de 9 à 10 %. Les phénomènes météorologiques extrêmes qui affectent la production alimentaire mondiale pourraient temporairement accroître l'inflation des prix des denrées alimentaires dans les pays qui dépendent des importations, et cet impact pourrait être exacerbé si les pays exportateurs ont recours à des mesures protectionnistes pour maintenir les prix intérieurs des denrées alimentaires à un niveau bas. »] (traduction libre)

[275] BATTEN Sandra, SOWERBUTTS Rhiannon et TANAKA Misa, *op. cit.*, p. 28. Traduction libre depuis : *« Finally, both the changes in weather patterns and the increased reliance on bioenergy could increase the volatility of food and energy prices, and hence the volatility of headline inflation rates. »* voir aussi BATTEN Sandra, SOWERBUTTS Rhiannon et TANAKA Misa, « Climate change: Macroeconomic impact and impications for monetary policy », in *Ecological, Societal, and Technological Risks and the Financial Sector FORTHCOMING: July 2020*, [s. n.], [s. d.].

[276] DÉES Stéphane et WEBER Pierre-François, « Les conséquences du changement climatique pour la politique monétaire », *Revue d'economie financiere*, N° 138, Association d'économie financière, 2020, p. 247.

[277] *Ibid.*

Benoit Cœuré, un ancien membre du directoire de la BCE, explique que les banquiers centraux distinguent en général deux grands types de chocs, les « chocs de demande » et les « chocs d'offre ». Les chocs de demande sont les plus facilement gérables pour les banques centrales dans la mesure où ils font évoluer l'inflation, la croissance et l'emploi dans le même sens, n'impliquant pas de dilemme pour les banques centrales. À l'inverse, les chocs d'offre sont plus problématiques puisqu'ils impactent la production et l'inflation de façons différentes et imposent donc aux banques centrales de trouver un compromis entre la stabilisation de l'inflation et la stabilisation des fluctuations de la production. Or selon Cœuré, les chocs liés au climat font généralement partie des chocs d'offre. En effet, il explique que les sécheresses et les vagues de chaleur entraînent souvent des déficits de récolte, ce qui exerce une pression à la hausse sur les prix des denrées alimentaires. De la même façon, les ouragans et les inondations détruisent les capacités de production, augmentant aussi les prix. Cœuré explique que le changement climatique, en rendant certaines régions du monde moins habitables, devrait accroître la fréquence et l'intensité des migrations internationales. Or, il note que la vague migratoire qu'a connue l'Europe et notamment l'Allemagne ces dernières années, bien que de nature différente, illustre assez clairement la manière dont les migrations peuvent avoir des effets durables sur l'évolution des salaires. En effet, il explique que les migrations ont contribué à freiner la croissance des salaires en Allemagne ces dernières années, compliquant davantage les efforts de l'Eurosystème pour ramener l'inflation proche de 2 %[278].

---

[278] « [Demand shocks], These are shocks that are "benign" or manageable from the perspective of monetary policy because they pull inflation, growth and employment in the same direction - a "divine coincidence" which does not pose a dilemma to central banks. The second category relates to supply-side shocks. These shocks are less easy to accommodate for central banks as they pull output and inflation in opposite directions. This generates a trade-off for central banks between stabilising inflation and stabilising output fluctuations. Climate-related shocks - and this is my first corollary - typically fall into this second category of shocks. (…)

All this means that, to the extent that climate change can be expected to amplify the frequency of adverse weather shocks, and evidence to this effect is mounting, it will become increasingly difficult for central banks to disentangle the variation in the data relevant for the assessment of the medium-term inflation outlook. Climate change, for example, will make some areas of the world less habitable, which can be expected to increase the frequency and intensity of international migration. The events of recent years, though different in nature, highlight how migration can have long-lasting effects on broader labour market dynamics and, ultimately, wage developments. There is evidence that migration has contributed to dampening wage growth in Germany in recent years, thereby further complicating our efforts to bring inflation back to levels closer to 2%. » COEURÉ Benoit, « Monetary policy and

Au sujet des migrations, il est important de rappeler que le changement climatique est déjà et sera très probablement le vecteur de nombreuses migrations. David Wallace-Wells explique que depuis 2011, environ un million de réfugiés syriens ont fui vers l'Europe une guerre qui pourrait bien avoir pour origine le réchauffement climatique. Cependant, il ajoute que l'inondation probable du Bangladesh menace d'en créer dix fois plus, puis il y aura les réfugiés d'Afrique subsaharienne, d'Amérique latine et du reste de l'Asie du Sud, régions au sein desquelles d'ici à 2050, le changement climatique pourrait obliger plus de 143 millions de personnes à se déplacer selon la Banque Mondiale[279]. Wallace-Wells avance aussi des prévisions de l'ONU plus sombres avec 200 millions de réfugiés climatiques d'ici 2050[280].

---

climate change », sur *Bank for International Settlements* [en ligne], publié le 09 novembre 20218, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Le premier choc est le choc sur la demande. Il s'agit de chocs « bénins » ou gérables du point de vue de la politique monétaire parce qu'ils tirent l'inflation, la croissance et l'emploi dans la même direction - une « coïncidence divine » qui ne pose pas de dilemme aux banques centrales.

La deuxième catégorie concerne les chocs du côté de l'offre. Ces chocs sont moins faciles à gérer pour les banques centrales car ils tirent la production et l'inflation dans des directions opposées. Les banques centrales doivent donc trouver un compromis entre la stabilisation de l'inflation et la stabilisation des fluctuations de la production.

Les chocs liés au climat entrent généralement dans cette deuxième catégorie de chocs. (...)

Tout cela signifie que, dans la mesure où l'on peut s'attendre à ce que le changement climatique amplifie la fréquence des chocs météorologiques défavorables, et les preuves de cet effet s'accumulent, il deviendra de plus en plus difficile pour les banques centrales de démêler la variation des données pertinentes pour l'évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. Le changement climatique, par exemple, rendra certaines régions du monde moins habitables, ce qui devrait accroître la fréquence et l'intensité des migrations internationales. Les événements de ces dernières années, bien que de nature différente, montrent comment les migrations peuvent avoir des effets durables sur la dynamique générale du marché du travail et, en fin de compte, sur l'évolution des salaires. Il semble que les migrations aient contribué à freiner la croissance des salaires en Allemagne ces dernières années, ce qui complique encore nos efforts pour ramener l'inflation à des niveaux plus proches de 2%. »] (traduction libre)

[279] RIGAUD Kanta Kumari, ALEX de Sherbinin, BRYAN Jones *et al.*, « Groundswell : Preparing for internal climate migration », World Bank, 2018.

[280] « Beginning in 2011, about one million Syrian refugees were unleashed on Europe by a civil war inflamed by climate change and drought (…). The likely flooding of Bangladesh threatens to create ten times as many, or more, received by a world that will be even further destabilized by climate chaos – and, one suspects, less receptive the browner those in need. And then there will be the refugees from sub-Saharan Africa, Latin America, and the rest of South Asia – 140 million by 2050, the World Bank estimates, meaning more than a hundred times Europe's Syrian "crisis." The U.N. projections are bleaker: 200 million climate refugees by 2050. (…) The high end of what's possible in the next thirty years, the United Nations says, is considerably worse: "a billion or more vulnerable poor people with little choice but to fight or flee." A billion or more. » WALLACE-WELLS David, *The Uninhabitable*

Tout en soulignant qu'il est difficile d'avoir une idée précise de l'ampleur, Nicholas Stern abonde en ce sens et souligne que le changement climatique est susceptible d'accroître sensiblement les pressions migratoires sur les pays développés[281]. En somme, il paraît clair qu'en provoquant des mouvements de population importants le changement climatique compliquera fortement le maintien de la stabilité des prix.

Pour revenir au développement de Benoit Cœuré, ce dernier synthétise son propos ainsi :

> *« Des chocs climatiques plus fréquents pourraient brouiller de plus en plus l'analyse des pressions inflationnistes à moyen terme pertinentes pour la politique monétaire. Les chocs d'extrêmes ampleurs pourraient éroder plus souvent à l'avenir la marge de manœuvre conventionnelle des banques centrales. Et les incertitudes entourant la vitesse et la portée de la transition vers une économie à faible émission de carbone peuvent potentiellement avoir un impact sur les anticipations d'inflation à moyen terme, posant des défis aux banques centrales, car l'horizon de la politique monétaire est extensible mais pas infini.* »[282]

Earth., Penguin Books, 2019, p. 7. [« Depuis 2011, environ un million de réfugiés syriens ont été déversés sur l'Europe par une guerre civile enflammée par le changement climatique et la sécheresse (...). L'inondation probable du Bangladesh menace d'en créer dix fois plus, voire davantage, accueillis par un monde qui sera encore plus déstabilisé par le chaos climatique - et, on s'en doute, d'autant moins réceptif que ceux qui sont dans le besoin. Et puis il y aura les réfugiés d'Afrique subsaharienne, d'Amérique latine et du reste de l'Asie du Sud - 140 millions d'ici 2050, selon les estimations de la Banque mondiale, soit plus de cent fois la « crise » syrienne en Europe. Les projections de l'ONU sont plus sombres : 200 millions de réfugiés climatiques d'ici 2050. (...) L'extrémité supérieure de ce qui est possible dans les trente prochaines années, selon les Nations unies, est considérablement pire : « un milliard ou plus de pauvres vulnérables qui n'ont d'autre choix que de se battre ou de fuir ». Un milliard ou plus. »] (traduction libre)

[281] « Major areas of the world could be devastated by the social and economic consequences of very high temperatures. As history shows, this could lead to large-scale and disruptive population movement and trigger regional conflict. » STERN Nicholas, « Costs of Climate Change in Developed Countries », in *The Economics of Climate Change: The Stern Review*, Cambridge University Press, 2007, p. 15. [« De grandes régions du monde pourraient être dévastées par les conséquences sociales et économiques de températures très élevées. Comme le montre l'histoire, cela pourrait entraîner des mouvements de population à grande échelle et perturbateurs et déclencher des conflits régionaux. »] (traduction libre)

[282] COEURÉ Benoit, « Monetary policy and climate change », 2018. Traduction personelle depuis : *« More frequent climate-related shocks may increasingly blur the analysis of the medium-term inflationary pressures relevant for monetary policy. More fat-tailed shocks may erode central banks' conventional policy space more often in the future. And uncertainties surrounding the speed and scope of the transition towards a low-carbon economy can potentially impact medium-term inflation*

Cette idée est également bien résumée par Isabel Schnabel, qui interrogée sur le fait de savoir si le changement climatique ferait grimper les prix répond que c'est possible si les entreprises répercutent sur leurs clients les coûts plus élevés qu'elles doivent supporter pour devenir plus respectueuses de l'environnement ou pour adapter leurs modèles d'entreprise. Elle ajoute que le prix du carbone pourrait augmenter, tout comme le prix des denrées alimentaires si sécheresses et inondations sont plus fréquentes. Toutefois, elle ajoute qu'il n'est pas certain que le changement climatique et la transition vers une économie neutre sur le plan climatique entraînent une hausse de l'inflation. Des effets déflationnistes sont possibles aussi comme la baisse du prix de l'énergie d'origine durable si des technologies plus efficaces sont développées[283].
Une équipe du département d'économie de l'Université de Londres souligne bien que les effets des catastrophes naturelles sur l'inflation peuvent être aussi bien « positifs » (des destructions de récoltes ou de bâtiments entrainant un choc négatif sur l'offre et une hausse de la demande stimulant les efforts de reconstruction, le tout ferait monter les prix) que « négatifs » (la diminution de la richesse provoquée par les destructions du désastre entrainant une réduction de la consommation et des investissements, donc

expectations, posing challenges to central banks as the horizon of monetary policy is stretchable but not infinite. »

[283]« Climate change has far-reaching effects on economic developments and therefore also on price stability – which is our main task. For example, it exposes the economy to more frequent macroeconomic shocks, which has an impact on growth and inflation. (…) Our primary objective is to keep prices stable in the euro area. And climate change has large implications for price stability. [Does climate change push up prices?] That can happen if firms pass on to customers the higher costs they incur by having to become more environmentally friendly or having to adapt their business models. (…) Countervailing effects are also conceivable. For example, the prices for sustainable energy sources may decline if more efficient technologies are developed. » SCHNABEL Isabel, « Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Carla Neuhaus on 17 August and published on 20 August 2021 » [en ligne], 2021, [consulté le 28 août 2021]. [« Le changement climatique a des effets considérables sur l'évolution de l'économie et, par conséquent, sur la stabilité des prix, qui est notre principale mission. Par exemple, il expose l'économie à des chocs macroéconomiques plus fréquents, ce qui a un impact sur la croissance et l'inflation. (...) Notre objectif principal est de maintenir la stabilité des prix dans la zone euro. Or, le changement climatique a des conséquences importantes sur la stabilité des prix. [Le changement climatique entraîne-t-il une hausse des prix ?] Cela peut se produire si les entreprises répercutent sur leurs clients les coûts plus élevés qu'elles doivent supporter pour devenir plus respectueuses de l'environnement ou pour adapter leurs modèles d'entreprise. (...) Des effets inverses sont également envisageables. Par exemple, les prix des sources d'énergie durables peuvent baisser si des technologies plus efficaces sont développées. »] (traduction libre)

une baisse des prix)[284]. Ils concluent donc qu'à mesure que le réchauffement climatique va s'accélérer et les évènements naturels extrêmes voir leurs fréquences et intensités augmenter, les pressions inflationnistes d'origine climatique vont s'accroitre, rendant pour l'Eurosystème plus difficile l'atteinte de son objectif. Ils font également remarquer que le risque de transition est lui aussi porteur d'effet sur l'inflation et qu'au regard de ce contexte l'Eurosystème a intérêt à pousser les marchés financiers à tendre vers une trajectoire nette zéro pour éviter un changement climatique trop catastrophique. Ce serait en effet la meilleure façon d'atténuer les perturbations induites par le climat sur sa capacité à assurer la stabilité des prix[285].

---

[284] « From a theoretical point of view, natural disasters can have both positive and negative effects on inflation. On the one hand, natural disasters might create positive inflationary pressures since they may destroy crops, buildings and infrastructure and thereby cause negative supply-side shocks. These shocks can increase the costs of domestic producers and can create spill-over effects to foreign importers. (…) From the demand-side, natural disasters often spur reconstruction efforts, which may cause a temporary local boom in the prices of reconstruction goods. On the other hand, inflation can also go down in the aftermath of a natural disaster. For example, the destruction of houses and physical capital of firms can diminish wealth, leading to reduced consumption and firm investment. » BEIRNE John, DAFERMOS Yannis, KRIWOLUZKY Alexander *et al.*, « The Effects of Natural Disasters on Price Stability in the Euro Area », SOAS Departement of Economics, 2021, p. 2. [« théoriquement, les catastrophes naturelles peuvent avoir des effets à la fois positifs et négatifs sur l'inflation. D'une part, les catastrophes naturelles peuvent créer des pressions inflationnistes positives car elles peuvent détruire les récoltes, les bâtiments et les infrastructures et ainsi provoquer des chocs négatifs du côté de l'offre. Ces chocs peuvent augmenter les coûts des producteurs nationaux et avoir des répercussions sur les importateurs étrangers. (...) Du côté de la demande, les catastrophes naturelles stimulent souvent les efforts de reconstruction, ce qui peut entraîner une hausse locale temporaire des prix des biens de reconstruction. D'un autre côté, l'inflation peut également diminuer à la suite d'une catastrophe naturelle. Par exemple, la destruction des maisons et du capital physique des entreprises peut diminuer la richesse, entraînant une réduction de la consommation et des investissements des entreprises. »] (traduction libre)

[285] « Our empirical results have several implications for the ECB's monetary policy in the era of the climate crisis. First, as global warming accelerates, climate-induced inflationary pressures at the euro area are likely to increase. This will make it more challenging for the ECB to achieve its inflation target in the future. (…) Finally, given these effects of climate change on the ability of the ECB to achieve its inflation target, the ECB needs to consider how it can use its monetary policy and prudential tools to contribute to the reduction of emissions. Contributing to an alignment of financial markets with a net-zero pathway in order to prevent catastrophic climate change is the best way for the ECB to mitigate climate-induced disruptions to its ability to achieve price stability. » *Ibid.*, p. 11. [« Nos résultats empiriques ont plusieurs implications pour la politique monétaire de la BCE à l'ère de la crise climatique. Premièrement, à mesure que le réchauffement climatique s'accélère, les pressions inflationnistes induites par le climat dans la zone euro sont susceptibles d'augmenter. Il sera donc plus difficile pour la BCE d'atteindre son objectif d'inflation à l'avenir. (...) Enfin, compte tenu de ces effets du changement climatique sur la capacité de la BCE à atteindre son objectif d'inflation, la BCE doit examiner comment elle peut utiliser sa politique monétaire et ses outils prudentiels pour contribuer à la réduction des émissions. Contribuer à l'alignement des marchés financiers sur une trajectoire de net zéro afin de prévenir un changement climatique catastrophique est le meilleur moyen pour la BCE d'atténuer les perturbations induites par le climat sur sa capacité à assurer la stabilité des prix. »] (traduction libre)

Face à cette incertitude, il est en revanche possible de souligner l'existence d'un risque, un risque immense, à être en difficulté et ne pouvoir conduire correctement la politique monétaire de sorte à garantir la stabilité des prix. On ne prend guère de risque à affirmer que le réchauffement climatique et les troubles dont il est porteur rendront le maintien de la stabilité des prix de plus en plus difficiles pour les banques centrales. Cela nous amène en conséquence à nous interroger sur le fait de savoir si la BCE devrait prendre en compte dans sa politique monétaire les répercussions du réchauffement climatique sur la stabilité des prix.

En conséquence de ce qui précède, l'Eurosystème ayant pour mandat de garantir la stabilité des prix et celle-ci étant menacée par les conséquences du réchauffement climatique, pour paraphraser Mario Draghi, l'Eurosystème devrait « dans le cadre de son mandat, être prêt à faire tout ce qui est nécessaire » pour préserver la stabilité des prix, donc à intégrer le réchauffement climatique à son action. En effet, en impactant la stabilité des prix et en étant un vecteur potentiel d'inflation ou de déflation, le réchauffement climatique s'impose à l'Eurosystème comme étant dans le champ de son mandat au titre de son objectif primaire. À cet égard, il convient immédiatement de souligner qu'au regard de la primauté que le traité confère à l'objectif de stabilité des prix, si le SEBC décidait de prendre en compte le réchauffement climatique dans une mesure de politique monétaire, l'objectif ultime de cette mesure devrait nécessairement être la réalisation de l'objectif de stabilité des prix[286].

Néanmoins, comme on l'a vu, la BCE a précisé en 1998, qu'elle comprenait son mandat comme lui imposant de garantir la stabilité des prix à moyen terme[287]. Il semble que la BCE entende par « moyen terme » deux ou trois ans. Or, si l'on voit déjà se

[286] FISCHER Yolaine, « Global warming: Does the ECB Mandate Legally Authorise a "green monetary policy"? », in *Sustainability and financial markets*, Wolters Kluwer, 2019 ; SMITS René, « Elaborating a Climate Change-Friendly Legal Perspective for the ECB », *SSRN*, 2021 ; ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022.

[287] Voir aussi : ECB, A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, Press Release, 13 October 1998, sur *European Central Bank* [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025].

manifester les premiers signes du désastre à venir, il semble que les conséquences les plus importantes se matérialiseront à plus ou moins long terme. Dès lors, il est impossible pour l'Eurosystème en se projetant à moyen terme de prendre en compte la question climatique dans sa politique monétaire.

Il y a donc ici une première contradiction. Effectivement, une lecture stricte du mandat de l'Eurosystème laisse à penser que ce dernier doit intégrer la contrainte du réchauffement climatique à sa politique monétaire. Cependant, en se donnant à lui-même un horizon temporel à moyen terme pour respecter son objectif primaire, l'Eurosystème s'empêche de respecter son mandat. Cet horizon temporel est d'autant plus problématique que l'article 127 du TFUE ne précise aucun horizon pour l'objectif de stabilité des prix. Ce qui, comme on l'a vu, signifie qu'en principe la BCE doive maintenir la stabilité des prix sans tenir compte d'aucun horizon.

Il existe une seconde contradiction qui est induite par le fait que l'Eurosystème s'impose d'avoir une action qui soit neutre sur le marché (« *market neutral* »). Pourtant, force est de constater que les marchés promeuvent actuellement une économie carbonée qui contribue au réchauffement climatique et donc à l'instabilité future des prix.

Il sera donc ci-dessous d'abord question de l'horizon temporel de maintien de la stabilité des prix (A) puis du caractère neutre sur le marché de l'action de l'Eurosystème (B).

B) Horizon temporel : la prise en compte des conséquences du réchauffement climatique sur la stabilité des prix par les politiques monétaires ?

> *« Une fois que le changement climatique sera devenu une question déterminante pour la stabilité financière, il sera sûrement déjà trop tard. »*
> Mark Carney, *Breaking the tragedy of the horizon*[288]

Comme on l'a vu, il ne fait guère de doute que le réchauffement climatique, en engendrant des catastrophes climatiques plus fréquentes et plus intenses, et en imposant une transition vers une économie moins carbonée, soit générateur de difficultés pour le maintien de la stabilité des prix. Néanmoins, même si l'on voit déjà se manifester les premiers signes du désastre à venir, il semble que les conséquences les plus importantes se matérialiseront à plus ou moins long terme. L'Eurosystème estime qu'il doit maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Dès lors, il est impossible pour l'Eurosystème en se projetant à moyen terme de prendre en compte la question climatique dans sa politique monétaire.

Par conséquent, l'approche à moyen terme qu'adopte le conseil des gouverneurs doit être considérée comme n'étant pas complètement respectueuse du TFUE, puisque l'article 127 du TFUE ne spécifie aucun horizon pour l'objectif de stabilité des prix. Ce qui, comme on l'a vu, signifie qu'en principe la BCE doit maintenir la stabilité des prix sans tenir compte d'aucune horizon.

La question de l'horizon temporel que doit adopter la BCE dans son objectif de stabilité est d'autant plus importante à poser aujourd'hui que les difficultés à garantir la stabilité des prix à long terme pourraient être soit aggravées ou soit à l'inverse infléchies selon l'orientation qui est donnée à l'économie aujourd'hui.

---

[288] CARNEY Mark, « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - Speech given at Lloyd's of London. », 2015. Traduction Libre depuis : « Once climate change becomes a defining issue for financial stability, it may already be too late. »

Sur ce point, on suivra le raisonnement de Yolaine Fischer qui avance qu'il est très certainement conforme avec son mandat que l'Eurosystème œuvre à infléchir ce qui pourrait impacter la stabilité des prix si cet élément impactant est faible, réversible et incertain. À l'inverse, et dans la ligne de la jurisprudence récente, ignorer un élément futur pouvant impacter la stabilité des prix dont les facteurs déclencheurs sont générés dès à présent, sont irréversibles, et présentent une potentielle ampleur inégalée, peuvent être vus comme non conformes avec son mandat[289].

Or, le réchauffement climatique rentre bien dans cette seconde catégorie puisque comme on l'a vu il est de nature à affecter la stabilité des prix, il est déclenché par les émissions de gaz à effet de serres que nous émettons aujourd'hui, son processus est irréversible et il est porteur de risques majeurs pour nos économies.

Yolaine Fischer plaide en conséquence pour que la BCE passe d'un horizon à moyen terme à un horizon fait de la combinaison de l'horizon à moyen terme et d'un horizon à plusieurs décennies en avançant trois raisons. D'abord, le fait que les scientifiques nous fournissent une vision à long terme sur les changements qui vont se produire à l'échelle de la planète. Ensuite, car l'élément déclencheur du réchauffement climatique se produit de nos jours. Enfin, car pour éviter un réchauffement catastrophique il est nécessaire de mettre en place une mobilisation universelle, sans pareil, à tous les niveaux. C'est pourquoi il est nécessaire d'inclure maintenant, avant qu'il ne soit trop tard, une dimension climat dans la politique monétaire de la BCE[290].

Les professeurs Paul Fisher et Kern Alexander abondent en ce sens en expliquant que face au changement climatique, il est nécessaire d'adopter une vision à plus long terme de la question de la durabilité de nos systèmes que les 5 à 7 ans d'un cycle économique. Ils soulignent que la durabilité doit être considérée sur plusieurs générations si l'on veut

---

[289] « (…) ignoring a distant impact regarding price stability but whose triggering factor is currently happening, is irreversible, presents an unprecedented scale and severity, and requires urgent macroeconomic measures, even if the realisation of its worst effects will only occur in the long-term, might be seen as not compliant with its mandate.» FISCHER Yolaine, *op. cit.*, p. 180. [« (…) ignorer un impact lointain sur la stabilité des prix mais dont le facteur déclenchant est en train de se produire, est irréversible, présente une ampleur et une gravité sans précédent et nécessite des mesures macroéconomiques urgentes, même si ses effets les plus graves ne se produiront qu'à long terme, pourrait être considérée comme non conforme à son mandat. »] (traduction libre)

[290] *Ibid.*

faire les bons choix politiques concernant les risques que le réchauffement climatique engendre[291].

D'ailleurs, cette décorrélation totale entre l'horizon économique et financière et l'horizon climatique est bien au centre du discours de Mark Carney, et c'est ce qu'il appelle la tragédie des horizons. Carney explique que les effets catastrophiques du changement climatique se feront sentir au-delà des horizons traditionnels de la plupart des acteurs économiques, ce qui signifie au-delà du cycle économique, du cycle politique et de l'horizon des autorités publiques comme les banques centrales. Il ajoute que l'horizon de la politique monétaire s'étend sur 2 à 3 ans et que pour la stabilité financière, ce peut être un peu plus long mais sans aller au-delà d'une décennie. Par conséquent, Mark Carney souligne que lorsque le changement climatique deviendra un problème déterminant pour la stabilité financière, il sera probablement déjà trop tard[292].

---

[291] « In the context of climate change, the imperative is to take a longer term view of sustainability than just the 5-7 years of the business cycle or the somewhat longer credit cycle. Sustainability needs to be considered across generations if the right policy choices are to be made concerning these risks. » FISHER Paul et KERN Alexander, « Climate change: the role for central banks », King's College London, 2019, p. 7. [« Dans le contexte du changement climatique, il est impératif d'adopter une vision de la durabilité à plus long terme que les 5 à 7 ans du cycle économique ou le cycle de crédit un peu plus long. La durabilité doit être prise en compte à travers les générations si l'on veut faire les bons choix politiques concernant ces risques. »] (traduction libre)

[292] « We don't need an army of actuaries to tell us that the catastrophic impacts of climate change will be felt beyond the traditional horizons of most actors – imposing a cost on future generations that the current generation has no direct incentive to fix.

That means beyond:

- the business cycle;

- the political cycle; and

- the horizon of technocratic authorities, like central banks, who are bound by their mandates.

The horizon for monetary policy extends out to 2-3 years. For financial stability it is a bit longer, but typically only to the outer boundaries of the credit cycle – about a decade.

In other words, once climate change becomes a defining issue for financial stability, it may already be too late. » CARNEY Mark, « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - Speech given at Lloyd's of London. », sur *Bank of England* [en ligne], publié le 29 septembre 2015, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Nous n'avons pas besoin d'une armée d'actuaires pour savoir que les effets catastrophiques du changement climatique se feront sentir au-delà des horizons traditionnels de la plupart des acteurs, imposant aux générations futures un coût que la génération actuelle n'est pas directement incitée à régler.

Cela signifie au-delà

- du cycle économique

- du cycle politique ; et

Autrement dit, plus de temps passe sans que l'on prenne les actions requises pour lutter contre le réchauffement climatique, moins il sera possible de le limiter et plus ses conséquences seront graves. Par conséquent, la nécessité d'une action rapide et déterminante s'impose.

Pour revenir à l'Eurosystème et son mandat, Yolaine Fischer fait remarquer qu'une interprétation téléologique d'un premier objectif de la BCE conduit aussi à la conclusion que les instruments de politique monétaire devraient être construits de façon à combiner leur objectif « moyentermiste » habituel avec une perspective de long terme visant à réduire les conséquences que le réchauffement climatique fera peser sur la stabilité des prix[293].

À l'occasion d'une étude consacrée aux mandats des banques centrales, Simon Dikau et Ulrich Volz constatent qu'étant donné que les risques climatiques peuvent directement impacter le cœur des responsabilités traditionnellement confié aux banques centrales et notamment la stabilité monétaire et financière, même les banques centrales sans un objectif de durabilité explicite ou implicite dans leur mandats doivent incorporer les risques d'ordre climatique (qu'ils soient physiques ou d'atténuation) dans le cœur de leur politique dans le but de protéger efficacement la stabilité macroéconomique[294].

- de l'horizon des autorités technocratiques, comme les banques centrales, qui sont liées par leur mandat.

L'horizon de la politique monétaire est de 2 à 3 ans. Pour la stabilité financière, il est un peu plus long, mais cela ne s'étend généralement qu'aux limites extérieures du cycle de crédit, soit environ une décennie.

En d'autres termes, lorsque le changement climatique deviendra une question déterminante pour la stabilité financière, il sera sûrement déjà trop tard. »] (traduction libre)

[293] Voir : « (…) teleological interpretation of the ECB's primary objective also leads to the conclusion that monetary policy instruments should be designed in order to combine their usual medium term objective with a longer-term perspective aiming at reducing the difficulties that global warming will have on price stability. » Yolaine Fischer, 'Global Warming : Does the ECB Mandate Legally Authorise a "Green Monetary Policy" ?', p. 180. [« (…) L'interprétation téléologique de l'objectif principal de la BCE conduit également à la conclusion que les instruments de politique monétaire devraient être conçus de manière à combiner leur objectif habituel de moyen terme avec une perspective à plus long terme visant à réduire les difficultés que le réchauffement climatique aura sur la stabilité des prix. »] (traduction libre)

[294] « (…) climate risks can very directly impact on traditional core responsibilities of central banks, most notably monetary and financial stability. As a consequence, an integration of ESG factors into central banks' core policy implementation frameworks may not only be necessary to efficiently and

Autrement dit, il semble nécessaire d'ajouter aux côtés de l'horizon temporel traditionnel à moyen terme un horizon temporel à long terme. Cet objectif à long terme pourrait d'ailleurs être subsidiaire à l'objectif de moyen terme puisque les outils de politique monétaire sont plus efficaces à moyen terme et que les prévisions économiques à moyen terme sont plus fiables.

Sans un tel ajout, il semble plus compliqué pour l'Eurosystème de justifier l'intégration de la question climatique dans la politique monétaire. Or, une telle justification est nécessaire pour se protéger en cas de contentieux. En effet, la question de la justification était au centre de la décision de la Cour constitutionnelle allemande du 5 mai 2020[295].

En somme, l'urgence de l'action, l'évidence du danger que le réchauffement climatique fait peser sur la stabilité des prix à long terme et la rédaction du mandat de l'Eurosystème imposent à ce dernier une relecture de l'horizon temporel qu'il retient pour mener sa politique monétaire, de sorte à pouvoir prendre en compte un horizon plus lointain.

Dès lors, on voit que la contradiction relative à l'horizon temporel qui empêchait l'Eurosystème d'intégrer le réchauffement climatique à son action de sorte à préserver la stabilité des prix a été levée.

Demeure la seconde contradiction relative au mythe de la neutralité de marché, il en est question dans la partie qui suit.

---

successfully safeguard price and financial stability, it would be also covered by mandates that make no explicit or implicit reference to sustainability. » DIKAU Simon et VOLZ Ulrich, « Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance », *Ecological Economics*, 184, 2021, p. 19. [« les risques climatiques peuvent avoir un impact très direct sur les missions traditionnelles des banques centrales, notamment la stabilité monétaire et financière. Par conséquent, l'intégration des facteurs ESG dans les cadres de mise en œuvre des politiques monétaires des banques centrales peut non seulement être nécessaire pour préserver efficacement et avec succès la stabilité des prix et la stabilité financière, elle serait également permise par des mandats qui ne font pas référence explicite ou implicite à la durabilité. »] (traduction libre)

[295] BUNDESVERFASSUNGSGERICHT 2 Senat, « Bundesverfassungsgericht - Decisions - ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences », Bundesverfassungsgericht, 2020, [consulté le 28 mai 2021].

C) Le mythe de la neutralité de marché

L'article 119 alinéa 1 et 2 du TFUE pose que :

« L'action des États membres et de l'Union comporte, (...) l'instauration d'une politique économique (...) conduite conformément au respect du principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

2. Parallèlement, dans les conditions et selon les procédures prévues par les traités, cette action comporte une monnaie unique, l'euro, ainsi que la définition et la conduite d'une politique monétaire et d'une politique de change uniques dont l'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix et, sans préjudice de cet objectif, de soutenir les politiques économiques générales dans l'Union, conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre. »

Ce qui est notable ici, c'est l'exigence d'une politique monétaire qui soit conforme « au principe d'une économie de marché ouverte ou la concurrence est libre. ». Cette exigence est reprise dans la dernière phrase de l'article 127 alinéa 1 du TFUE :

« Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119. »

L'Eurosystème comprend cette disposition comme posant le principe selon lequel le mécanisme de fixation des prix du marché doit être le principal mécanisme d'allocation efficace des ressources dans l'économie de l'UE. La traduction opérationnelle de ce principe d'économie de marché a abouti au concept de « neutralité de marché ».

D'ailleurs, dans l'affaire Weiss C-493/17, l'Avocat Général Melchior Wathelet relève dans ses conclusions que : « comme le soulignent la BCE et la Commission, exclure l'achat d'obligations à rendement négatif du PSPP serait contraire au principe de la neutralité du marché, lequel fait partie du principe d'une économie de marché ouverte

où la concurrence est libre qui conditionne l'action du SEBC en vertu de l'article 127, paragraphe 1, TFUE. »[296]

Toutefois, le principe d'une économie de marché ouverte et son corollaire de neutralité de marché ne font pas peser sur l'Eurosystème une interdiction d'interférence avec le fonctionnement du marché. En effet, l'article 127 alinéa 1 souligne bien qu'*in fine* le moyen de parvenir à une économie de marché ouverte où la concurrence est libre est de favoriser "une allocation efficace des ressources". Dès lors, interférer avec le marché peut être autorisé lorsque le marché ne parvient pas à assurer une allocation efficace des ressources.

Néanmoins, l'interférence avec le marché doit être justifiée car il est implicitement admis par les traités que le marché ouvert conduit à une allocation efficace des ressources.

Par conséquent, la justification d'une telle interférence doit respecter le principe de proportionnalité et être également évaluée par rapport à la formation des prix du marché. Autrement dit, l'Eurosystème doit justifier dans quelle mesure la réalisation des objectifs de la politique monétaire nécessite des mesures qui interfèrent avec l'état actuel du marché et évaluer s'il existe des moyens moins impactants de parvenir à cette fin.

La Banque Nationale de Suisse (BNS) utilise aussi ce concept de neutralité de marché. Andréa Maeschler et Thomas Moser expliquent que par rapport aux autres investisseurs, la BNS reste aussi neutre que possible vis-à-vis du marché :

> « *En d'autres termes, nous devons être à même de déplacer des volumes importants sans influencer sur les prix. La neutralité garantit que la BNS reste en mesure d'augmenter et de réduire aussi rapidement et efficacement que possible ses placements, tout en évitant des conflits d'intérêts avec son mandat. La neutralité garantit également l'indépendance de la politique de placement*

[296] WATHELET Melchior, « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Weiss C-493/17 », 2018, point 74.

de la BNS face à toute considération politique. La neutralité est, en ce sens, une condition indispensable à l'accomplissement optimal de notre mandat. »[297]

Pierre Monnin et Chiara Colesanti Senni soulignent que pour les banques centrales, le concept de neutralité du marché est fondamental et est très fréquemment invoqué pour guider la mise en œuvre de la politique monétaire[298]. Par exemple, en 2018, c'est en invoquant la neutralité de marché qu'Yves Mersch, ancien membre du directoire de la BCE, avait expliqué à propos des programmes d'achat que le fait de concentrer les achats sur les obligations vertes irait à l'encontre de l'exigence de respecter le fonctionnement d'une économie de marché ouverte et équivaudrait à une politique industrielle[299].

---

[297] MAECHLER Andréa M et MOSER Thomas, « Banque nationale suisse (BNS) - Risques climatiques et banques centrales: une perspective de la BNS », *Banque Nationale Suisse*, 2019, p. 9.

[298] « Central banks frequently invoke market neutrality as a core concept guiding the implementation of monetary policy. They highlight this principle as underpinning their aim to minimize the possible distortionary effects of their interventions on financial markets, and thus to limit their interference with market price discovery mechanisms. » MONNIN Pierre et COLESANTI SENNI Chiara, « Central Bank Market Neutrality is a Myth », Council on Economic Policies (CEP), [en ligne] publié le 16 octobre 2020, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Les banques centrales invoquent fréquemment la neutralité du marché comme un concept fondamental guidant la mise en œuvre de la politique monétaire. Elles soulignent que ce principe sous-tend leur objectif de minimiser les éventuels effets de distorsion de leurs interventions sur les marchés financiers, et donc de limiter leur interférence avec les mécanismes de découverte des prix du marché. »] (traduction libre)

[299] « Moreover, focusing purchases on green bonds would run counter to the requirement to respect the workings of an open market economy and be tantamount to industrial policy. The APP is a tool for macroeconomic stabilisation, not for microeconomic reallocation. Deviating from market neutrality and interfering with economic policy risks exposing the ECB to litigation. It is not up to the central bank but to elected governments to decide which industry is to be closed and when. As central bankers, we have to respect and implement legitimate decisions in this context. And the effectiveness of monetary policy has been bolstered by abstaining from normative judgments on the morality of markets and industries. » MERSCH Yves, « Climate change and central banking, Speech by Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, Workshop discussion: Sustainability is becoming mainstream », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 27 novembre 2018. [« De plus, concentrer les achats sur les obligations vertes irait à l'encontre de l'obligation de respecter le fonctionnement d'une économie de marché ouverte et équivaudrait à une politique industrielle. Les programmes d'achats sont des outils de stabilisation macroéconomique et non de réallocation microéconomique. S'écarter de la neutralité du marché et interférer avec la politique économique risque d'exposer la BCE à des litiges. Ce n'est pas à la banque centrale mais aux gouvernements élus de décider quelle industrie doit être fermée et quand. En tant que banquiers centraux, nous devons respecter et mettre en œuvre les décisions légitimes dans ce contexte. Et l'efficacité de la politique monétaire a été renforcée en s'abstenant de porter des jugements normatifs sur la moralité des marchés et des industries. »] (traduction libre)

Cependant, nous pouvons noter que Christine Lagarde pose la question de savoir si, compte tenu des défaillances du marché, le principe de neutralité de marché doit rester le principe directeur de la politique des banques centrales en matière de gestion du portefeuille[300]. En effet, si on reprend la formule de Nicholas Stern, le changement climatique est la plus grande défaillance de marché que le monde ait connue[301].

Monnin et Colesanti Senni expliquent que tout au long du processus de mise en œuvre de la politique monétaire, les banques centrales font des choix qui favorisent certains actifs plus que d'autres et façonnent ainsi leur prix et les conditions de financement des entreprises. Dès lors, ils concluent que les banques centrales ne peuvent se cacher derrière le voile d'une prétendue neutralité de marché et que celle-ci est un mythe. Ils avancent que les interventions des banques centrales sont pensées pour avoir des effets sur les marchés et sont donc conceptuellement en contradiction avec l'idée de neutralité. Les interventions des banques centrales peuvent avoir des objectifs très divers comme modifier le taux d'intérêt à court terme ou faire évoluer les taux d'intérêt à long terme. Certaines interventions viseront plutôt à apporter plus de liquidité à des segments de marché identifiés alors que d'autres ont pour objectif de maintenir un taux de change cible. En vérité, peu importe leur objectif, le fait est que les interventions des banques centrales ne sont pas neutres et, plus encore, que leur but est précisément d'intervenir en ayant un effet[302].

---

[300] LAGARDE Christine, « Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 2 décembre 2019 [consulté le 8 juillet 2025].

[301] « Climate change is a result of the greatest market failure the world has seen. » ALISON Benjamin, « Stern » [en ligne], *the Guardian*, 29 novembre 2007, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Le changement climatique est le résultat de la plus grande défaillance du marché que le monde ait connue. »] (traduction libre)

[302] « Despite its ubiquity in policy debates, central bank market neutrality is a myth. All along the monetary policy implementation process, central banks make choices which favour some assets more than others and thus shape relative prices, as well as relative funding conditions for firms. Central banks may have compelling reasons for these choices, but they must not hide behind a veil of alleged market neutrality to avoid scrutiny and a discussion of alternative proposals. » MONNIN Pierre et COLESANTI SENNI Chiara, « Central Bank Market Neutrality is a Myth », Council on Economic Policies (CEP), [en ligne] publié le 16 octobre 2020, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Malgré son omniprésence dans les débats politiques, la neutralité des banques centrales à l'égard du marché est un mythe. Tout au long du processus de mise en œuvre de la politique monétaire, les banques centrales font des choix qui favorisent certains actifs plus que d'autres et façonnent ainsi les prix, ainsi que les conditions de financement des entreprises. Les banques centrales peuvent avoir des raisons impérieuses

On comprend aussi que selon le canal que va utiliser la banque centrale, par exemple le canal du refinancement via la fourniture de liquidité ou le canal de l'injection de monnaie par le biais d'achat d'actif, cela aura des conséquences très différentes sur les petites et moyennes entreprises (PME) par exemple. Celles-ci sont principalement financées par les banques - et donc principalement touchées par les opérations de refinancement - par rapport aux grandes entreprises qui ont également accès au financement de marché - et donc également touchées par les achats d'actifs. En décidant des canaux de transmission à utiliser et des conditions à mettre en œuvre, les banques centrales arbitrent entre les différents impacts sur les différents segments de l'économie[303].

Dès lors, on voit que s'abriter derrière le voile de la neutralité pour ne pas prendre en compte la question climatique semble reposer sur un argument assez fragile. Pour illustrer ce point on peut se pencher plus avant sur le programme d'achat de titres du secteur des entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme* ou CSPP). En effet, alors qu'il ne représente qu'une petite partie du *Quantitative Easing* (QE) pratiqué par la BCE, le CSPP a été très critiqué en raison du fait qu'il a eu tendance à favoriser les très grandes entreprises des secteurs les plus polluants.

pour justifier ces choix, mais elles ne doivent pas se cacher derrière le voile d'une prétendue neutralité du marché pour éviter un examen minutieux et une discussion sur des propositions alternatives. »] (traduction libre)

[303] *Ibid.*

1- Retour sur le programme d'achat de titres du secteur des entreprises (CSPP)

C'est en juin 2016 que la BCE a décidé de lancer le *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), ou programme d'achat de titres du secteur des entreprises, avec pour objectif de fournir d'autres assouplissements en matière de politique monétaire, de parvenir à un taux d'inflation proche de 2% à moyen terme et d'améliorer les conditions de financement des entreprises de la zone euro[304].

Dans sa Décision (UE) 2016/948 du 1er juin 2016 (Décision CSPP), la BCE explique au considérant numéro 2 que ses *« programmes d'achat d'actifs visent à améliorer la transmission de la politique monétaire, à faciliter la fourniture de crédit à l'économie de la zone euro, à assouplir les conditions d'emprunt des ménages et des entreprises et à favoriser le retour à des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, ce qui s'inscrit dans la logique de l'objectif principal de la BCE, à savoir le maintien de la stabilité des prix »*[305].

À l'instar des autres programmes d'achats, le CSPP vise donc à résoudre les problèmes liés à une période prolongée de faible inflation. L'idée derrière ce programme repose sur l'hypothèse selon laquelle, en achetant des obligations émises par des entreprises non financières, le programme améliorerait les conditions de financement de l'économie réelle, entraînant ainsi une augmentation potentielle de l'investissement et de la consommation qui ferait grimper les prix et donc l'inflation.

---

[304] « The CSPP aims to further strengthen the pass-through of the Eurosystem's asset purchases to the financing conditions of the real economy. (…) In combination with other non-standard measures, the programme will provide further monetary policy accommodation and help inflation rates return to levels below, but close to, 2% in the medium term. » BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « ECB announces details of the corporate sector purchase programme (CSPP) », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 21 avril 2016, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Le CSPP vise à renforcer encore la répercussion des achats d'actifs de l'Eurosystème sur les conditions de financement de l'économie réelle. (...) En combinaison avec d'autres mesures non conventionnelles, le programme fournira un nouvel assouplissement de la politique monétaire et aidera les taux d'inflation à revenir à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. »] (traduction libre)

[305] « Décision (UE) 2016/948 de la Banque centrale européenne du 1er juin 2016 relative à la mise en œuvre du programme d'achat de titres du secteur des entreprises (BCE/2016/16) », OJ L, 2016.

Pour être éligible à l'achat dans le cadre du CSPP, une obligation d'entreprise doit répondre à des critères spécifiques énoncées à l'article 2 de la Décision CSPP. En somme elle doit être :

- Libellée en euros ;
- Eligible en tant que garantie pour les opérations de crédit de l'Eurosystème ;
- Notée *Investment grade* par au moins une agence de notation ;
- Avoir une maturité comprise entre six mois et trente ans ;
- Émise par une société établie dans la zone euro ;
- Ne pas être émise par une institution de crédit[306].

Ces critères d'éligibilité sont très importants, Matikainen note d'ailleurs qu'ils permettent de rétrécir considérablement la gamme des obligations éligibles, ce qui n'est pas sans conséquence comme on va le voir. À partir d'un ensemble d'environ 80 000 obligations de sociétés libellées en euros, ce ne sont finalement que 1156 qui répondent aux critères d'éligibilité de la BCE[307].

[306] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, *op. cit.* BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Asset purchase programmes », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 7 avril 2021, [consulté le 8 juillet 2025].

[307] « Each of these criteria narrows the range of eligible bonds, from a universe of about 80,000 euro-denominated corporate bonds to 1,156 that meet the ECB eligibility criteria. Out of these bonds eligible for purchase, the list of current holdings published by the Eurosystem central Banks implementing the CSPP contains 846 unique securities. » MATIKAINEN Sini, CAMPIGLIO Emanuele et ZENGHELIS Dimitri, « The climate impact of quantitative easing », 2017, p. 13. [« Chacun de ces critères réduit l'éventail des obligations éligibles, passant d'un univers d'environ 80 000 obligations d'entreprises libellées en euros à 1 156 qui répondent aux critères d'éligibilité de la BCE. Parmi ces obligations éligibles à l'achat, la liste des avoirs actuels publiée par les banques centrales de l'Eurosystème mettant en œuvre le CSPP contient 846 titres. »] (traduction libre)

2- Le CSPP, un programme en contradiction avec la volonté de mettre en place une politique neutre au marché (market neutral)

En pratique, les critères d'éligibilité posés par la BCE se sont révélés avoir une incidence très importante allant à l'encontre de l'objectif de neutralité de la politique monétaire de la BCE. Sini Matikainen et ses coauteurs expliquent en effet que malgré l'intention affichée par la BCE d'utiliser le QE comme un levier pour stimuler la croissance dans son ensemble, il semble que les rouages de transmission fonctionnent imparfaitement et que le QE offre un avantage très important aux actifs achetés par rapport à ceux qui ne le sont pas. C'est ce qui leur permet de suggérer que l'effet global du QE est loin d'être neutre et que le choix de la catégorie d'actif éligible au CSPP a un impact très important[308].

Le fait pour la BCE de se lancer dans un programme d'achat d'obligations implique qu'elle ait à prendre des décisions d'achat et à choisir entre des secteurs économiques, or Matikainen fait remarquer que même allouer les achats en fonction de la composition actuelle du marché obligataire est une décision qui conduit à allouer des capitaux aux sociétés qui sont particulièrement présentes sur le marché des titres de créance, ce qui est de nature à reproduire des distorsions et les inefficiences existantes sur les marchés[309]. En effet, le marché obligataire n'est qu'une sous partie du marché financier, qui lui-même ne reflète pas la pluralité de l'économie et qui reste encore très orienté vers l'industrie polluante. Autrement dit, la gamme d'obligation éligible au CSPP ne reflète pas l'ensemble du marché obligataire, qui lui-même ne reflète pas l'économie réelle, économie réelle qui d'ailleurs ne permet pas aujourd'hui une répartition

[308] « While the intention is to use asset purchases as a lever to stimulate growth overall, the literature suggests that the transmission channels work imperfectly, with relatively more benefit for the assets being purchased relative to other assets. This suggests that the overall effect is not neutral, and the choice of asset and asset class has an impact. » *Ibid.*, p. 10. [« Si l'intention est d'utiliser les achats d'actifs comme levier pour stimuler la croissance globale, la littérature suggère que les canaux de transmission fonctionnent de manière imparfaite, avec un bénéfice relativement plus important pour les actifs achetés par rapport aux autres actifs. Cela suggère que l'effet global n'est pas neutre, et que le choix de l'actif et de la classe d'actifs a un impact.»] (traduction libre)

[309] *Ibid.*, p. 12.

optimale du capital vers l'industrie bas carbone[310]. En somme, la recherche d'une approche neutre au marché est biaisée car les sociétés les plus demandeuses en capitaux tendent aussi à être les sociétés les plus émettrices de gaz à effet de serre[311]. Or, c'est cette distorsion de la réalité qui a conduit la BCE mais aussi la Banque d'Angleterre à acheter des obligations d'acteurs très polluants en grande quantité et donc à être en contradiction avec ses objectifs et le droit européen.

Frank van Lerven et Josh Ryan-Collins vont aussi dans ce sens et expliquent que les achats d'obligations d'entreprises sont censés être neutres par rapport au marché mais que la durabilité environnementale n'est pas intégrée à ces critères d'éligibilité. Par conséquent, ces programmes ne sont pas du tout neutres sur le plan climatique, mais plutôt orientés de manière disproportionnée vers les secteurs à forte intensité de carbone. Dès lors, le CSPP soutient l'ancrage actuel de l'économie dans l'usage des combustibles fossiles et les alternatives vertes plus propres sont indirectement découragées. Les entreprises spécialisées dans les énergies renouvelables et les autres types d'obligations vertes ne sont que trop peu représentées dans les portefeuilles d'obligations d'entreprises de la BCE[312].

---

[310] « The corporate bond market itself is only a subsection of the financial market (excluding, for example, equities and sovereign bonds as well as bank loans), which does not reflect the distribution of the economy and which is itself already sub-optimally tilted towards high-carbon industry. In other words, the CSPP-eligible universe does not reflect the entire bond market, which does not reflect the real economy, which does not reflect the socially optimal state of low-carbon capital distribution. » *Ibid.*, p. 15. [« Le marché des obligations d'entreprise lui-même n'est qu'une sous-section du marché financier (excluant, par exemple, les actions et les obligations souveraines ainsi que les prêts bancaires), qui ne reflète pas la distribution de l'économie et qui est déjà lui-même orienté de manière sous-optimale vers l'industrie à forte émission de carbone. En d'autres termes, l'univers éligible au CSPP ne reflète pas l'ensemble du marché obligataire, qui ne reflète pas l'économie réelle, qui ne reflète pas l'état socialement optimal de la distribution du capital à faible émission de carbone. »] (traduction libre)

[311] « As carbon-intensive companies, such as fossil fuel companies, utilities, car manufacturers and airlines, are typically capital intensive, market indices for equities and corporate bonds are overweight in high-carbon assets. A market neutral approach thus leads to the Eurosystem's private sector asset and collateral base being relatively carbon-intensive. » SCHOENMAKER Dirk, « Greening monetary policy », Bruegel, 2019, p. 5. [« Étant donné que les entreprises à forte intensité de carbone, telles que les entreprises de combustibles fossiles, les services publics, les constructeurs automobiles et les compagnies aériennes, ont généralement une forte intensité capitalistique, les indices de marché des actions et des obligations d'entreprises sont surpondérés en actifs à forte intensité de carbone. Une approche neutre par rapport au marché conduit donc à ce que la base d'actifs et de garanties du secteur privé de l'Eurosystème soit relativement à forte intensité de carbone. »] (traduction libre)

[312] « (…) by intervening in financial markets to purchase carbon-intensive assets, central banks QE purchases are supporting the very carbon lock-in (…), reinforcing the current arrangement of energy

Pierre Monnin ajoute que le biais des critères d'éligibilité n'est pas sans conséquence sur l'économie réelle car un actif acheté ou accepté en garantie (collatéral) par les banques centrales voit son prix augmenter ou son taux d'intérêt diminuer. Il avance qu'il est prouvé que le rendement des obligations achetées par les banques centrales est inférieur à celui d'autres obligations comparables. Par conséquent ce biais est susceptible d'entraîner de meilleures conditions de financement pour les entreprises à forte intensité de carbone[313]. Sini Matikainen va dans le même sens et conclut que les programmes d'achat ne sont pas neutres sur le plan climatique, mais au contraire très orientés vers les secteurs à forte intensité de carbone[314].

---

systems centred upon fossil fuels. Finally, by inadvertently subsidising carbon-intensive industries, cleaner green alternatives are indirectly discouraged. Renewable energy companies and other types of green bonds are virtually un-represented in the corporate bond holdings of the Bank of England and the ECB. » LERVEN Frank van et RYAN-COLLINS Josh, « Central banks, climate change and the transition to a low-carbon economy », New Economics Foundation, 2017, p. 8. [« (…) en intervenant sur les marchés financiers pour acheter des actifs à forte intensité de carbone, les achats d'assouplissement quantitatif des banques centrales soutiennent l'enfermement dans le carbone (...), renforçant l'arrangement actuel des systèmes énergétiques centrés sur les combustibles fossiles. Enfin, en subventionnant par inadvertance les industries à forte intensité de carbone, on décourage indirectement les alternatives vertes plus propres. Les sociétés d'énergie renouvelable et d'autres types d'obligations vertes ne sont pratiquement pas représentées dans les portefeuilles d'obligations d'entreprises de la Banque d'Angleterre et de la BCE. »] (traduction libre)

[313] « When an asset is bought by central banks or accepted by them as collateral, its price increases. Consequently, evidence suggests that the yield on bonds purchased by central banks is lower than that of other comparable bonds. Similarly, assets eligible as collateral benefit from a premium. This gives an incentive for financial institutions to issue such assets in larger quantities and to provide funding to the corresponding firms at a lower price. The bias toward carbon-intensive sectors in asset purchase programs and in collateral frameworks is thus likely to result in better funding conditions for carbon-intensive firms. This runs counter to the transition to a low-carbon economy and contributes to carbon lock-in. » MONNIN Pierre, « Central banks should reflect climate risks in monetary policy operations, SUERF Policy Notes . », Council on Economic Policies, 2018, p. 4. [« Lorsqu'un actif est acheté par les banques centrales ou accepté par elles comme garantie, son prix augmente. Par conséquent, il semble que le rendement des obligations achetées par les banques centrales soit inférieur à celui d'autres obligations comparables. De même, les actifs éligibles en tant que garantie bénéficient d'une prime. Cela incite les institutions financières à émettre ces actifs en plus grande quantité et à fournir des financements aux entreprises correspondantes à un prix inférieur. La préférence accordée aux secteurs à forte intensité de carbone dans les programmes d'achat d'actifs et dans les cadres de collatéral est donc susceptible de se traduire par de meilleures conditions de financement pour les entreprises à forte intensité de carbone. Cela va à l'encontre de la transition vers une économie à faible intensité de carbone et contribue au carbon lock-in. »] (traduction libre)

[314] MATIKAINEN Sini, CAMPIGLIO Emanuele et ZENGHELIS Dimitri, « The climate impact of quantitative easing », 2017, p. 8.

Leah Downey explique aussi que la politique monétaire n'est pas neutre en raison de sa tendance à introduire des cycles financiers et qu'elle influence la "vitesse" de l'activité économique lorsqu'elle manipule les taux d'intérêt. Ce faisant, les banquiers centraux peuvent provoquer des hauts et des bas dans le secteur financier qui ont des effets durables sur l'économie réelle. Elle conclut que la politique monétaire n'est pas neutre, qu'elle influence l'économie réelle – ce qui est produit, quand, où et par qui – et qu'elle est donc beaucoup plus proche de la politique budgétaire que ce que l'on veut bien croire habituellement. Downey illustre cela avec l'exemple des programmes d'achat de la FED. En effet, lorsque la FED achète des actifs pour en modifier le prix relatif, elle modifie la répartition existante des ressources entre les investisseurs, ainsi qu'entre les investisseurs et les non-investisseurs. Le *quantitative easing* a été conçu pour augmenter le prix des actifs et c'est exactement ce qu'il a fait explique-t-elle [315]. En conséquence, les détenteurs d'actifs - qui constituent dans l'ensemble la partie déjà la plus riche de la société - sont devenus plus riches[316].

---

[315] « In sum, monetary policy is not neutral. It influences the real economy—what is produced, when, where, and by whom. In this sense, it is much more similar to fiscal policy than our current approach to macroeconomic policy-making would suggest. This claim becomes even clearer when we consider "unconventional" monetary policy. When the Fed buys assets to change relative asset prices, it alters the existing distribution of resources among investors, as well as between investors and non-investors. QE was designed to raise asset prices and that is exactly what it did. » DOWNEY Leah, « Delegation in Democracy: A Temporal Analysis », *Journal of Political Philosophy*, 0, 2020, p. 20. [« En résumé, la politique monétaire n'est pas neutre. Elle influence l'économie réelle - ce qui est produit, quand, où et par qui. En ce sens, elle est beaucoup plus proche de la politique budgétaire que notre approche actuelle de l'élaboration des politiques macroéconomiques ne le laisse supposer. Cette affirmation devient encore plus claire si l'on considère la politique monétaire « non conventionnelle ». Lorsque la Fed achète des actifs pour en modifier les prix relatifs, elle modifie la répartition existante des ressources entre les investisseurs, ainsi qu'entre les investisseurs et les non-investisseurs. L'assouplissement quantitatif a été conçu pour augmenter les prix des actifs et c'est exactement ce qu'il a fait. »] (traduction libre)

[316] Voir : « By pushing up a range of asset prices, asset purchases have boosted the value of households' financial wealth held outside pension funds, but holdings are heavily skewed with the top 5% of households holding 40% of these assets. (…) » BELL Venetia, JOYCE Michael, LIU Zhuoshi *et al.*, « The distributional effects of asset purchases », Bank of England, 2012, p. 265 [« En faisant grimper le prix d'une série d'actifs, les achats d'actifs (QE) ont augmenté la valeur du patrimoine financier des ménages investis en dehors des fonds de pension, mais ces avoirs sont fortement déséquilibrés, les 5 % de ménages les plus aisés détenant 40 % de ces actifs. (...) »] (traduction libre). Voir aussi : « (…) we find that while employment changes and mortgage refinancing were equalizing, these impacts were nonetheless swamped by the large dis-equalizing effects of asset appreciations. (…) We conclude that QE led to modest increases in inequality despite having some positive impacts on employment and mortgage refinancing. » MONTECINO Juan Antonio et EPSTEIN Gerald, « Did Quantitative Easing Increase Income Inequality? », Institute for New Economic Thinking, 2015, p. 1. [« (...) nous constatons que si les changements en matière d'emploi et le refinancement des prêts hypothécaires ont eu un effet égalisateur, ces effets ont néanmoins été annihilés par les importants effets déséquilibrants

Jens van't Klooster et Clément Fontan développent cette idée en expliquant que les achats d'actifs par les banques centrales augmentent la demande sur le marché, ce qui fait monter le prix de ces actifs et que pour cette raison les décisions d'achat des banques centrales sont suivies de près pars les investisseurs qui cherchent à anticiper l'appréciation de la valeur des titres. D'ailleurs, l'annonce même par la BCE de l'inclusion des obligations d'entreprises dans ses programmes d'achat a fait baisser le coût de financement et l'augmentation des émissions de titres d'entreprise. Van't Klooster et Fontan avancent que les émissions d'obligations libellées en euros s'élevaient à 185 milliards d'euros en 2015 et ont augmenté à 218 milliards d'euros en 2016, et qu'en mars 2016, aucune obligation d'entreprise de la zone euro n'avait été négociée à des taux d'intérêt négatifs alors qu'en juillet 2016 c'était le cas pour 18 % du marché, soit 250 milliards. Dès lors ils concluent que le CSPP est surtout bénéfique pour les segments du marché des obligations d'entreprises qui sont effectivement inclus dans le programme[317]. Il est vrai que les petites et moyennes entreprises qui n'ont pas accès au marché obligataire profitent aussi des achats d'entreprises via de meilleures conditions d'emprunt mais elles en profitent moins que les grandes entreprises qui ont accès à ce marché. C'est pourquoi Fontan et van't Klooser estiment que la position neutre vis-à-vis du marché de la BCE est un mythe, en effet la mise en place du CSPP implique une série de choix politiques. Dès lors, la BCE ne peut avancer le fait que

---

de l'appréciation des actifs. (...) Nous concluons que l'assouplissement quantitatif a conduit à de modestes augmentations de l'inégalité malgré certains impacts positifs sur l'emploi et le refinancement hypothécaire. »] (traduction libre)

[317] « Indeed, even before purchasing a single corporate security, the ECB announcement of the inclusion of corporate bonds in March 2015 lowered financing costs and increased securities emissions from companies. Euro-denominated bond issuance was at €185 billion in 2015 and grew to €218 billion in 2016. In March 2016, no Eurozone corporate bonds were traded at negative interest rates; in July 2016, 18 per cent of the market, that is €250 billion of debt, traded at negative rates. (…) The CSPP is most beneficial to those segments of the corporate bond market that are actually included in the programme. » VAN'T KLOOSTER Jens et FONTAN Clément, « The Myth of Market Neutrality », *New Political Economy*, 25, 2019, p. 9. [« En effet, avant même d'acheter un seul titre d'entreprise, l'annonce par la BCE de l'inclusion des obligations d'entreprises en mars 2015 a permis de réduire les coûts de financement et d'augmenter les émissions de titres par les entreprises. Les émissions d'obligations libellées en euros se sont élevées à 185 milliards d'euros en 2015 et ont atteint 218 milliards d'euros en 2016. En mars 2016, aucune obligation d'entreprise de la zone euro n'a été négociée à des taux d'intérêt négatifs ; en juillet 2016, 18 % du marché, soit 250 milliards d'euros de dette, ont été négociés à des taux négatifs. (…) Le CSPP est surtout bénéfique pour les segments du marché des obligations d'entreprises qui sont effectivement inclus dans le programme. »] (traduction libre)

rendre sa politique monétaire respectueuse des considérations environnementales n'est pas possible puisque cela la conduirait à faire des choix politiques qui doivent être assumés par les gouvernements, puisque c'est déjà précisément ce qu'elle fait. De tels choix étant déjà assumées par l'Eurosystème, ils devraient l'être en tenant compte de toutes les considérations pertinentes[318].

Plus encore, Peter Dietsch, François Claveau et Clément Fontan considèrent que :

> *« En outre, une fois reconnu le caractère insaisissable de cette neutralité, pourquoi ne pas accepter la nature politique de ces programmes et l'utiliser pour promouvoir d'autres objectifs politiques ? Par exemple, pourquoi ne pas favoriser l'achat de titres financiers verts pour réduire le bilan carbone de nos économies ? Pourquoi ne pas exclure les producteurs d'armes comme Thales du programme de la BCE ? Invoquer la neutralité ne peut cacher le fait que les programmes d'achat d'obligations d'entreprises constituent des opérations profondément politiques dont les effets distributifs agissent au-delà des limites des mandats restreint des banques centrales. »*[319]

[318] *Ibid.*, p. 11.

[319] DIETSCH Peter, CLAVEAU François, FONTAN Clément *et al.*, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts ?*, [s. n.], 2019, p. 35.

3- Le CSPP et l'encouragement des acteurs les plus polluants

Dans la lignée des travaux de Battiston et Monasterolo[320] et de Jourdan et Kalinoswki[321], Sini Matikainen montre que 62.1% des achats d'obligations d'entreprises par la BCE ont visé les secteurs de la fabrication et de la production d'électricité et de gaz qui sont pourtant à eux seuls responsables de 58.5% des émissions de gaz à effet de serre de l'Europe et alors qu'ils ne représentent que 18% de la valeur ajoutée brute[322]. Elle explique aussi que si l'on regarde en détail les politiques de QE de la BCE et de la Banque d'Angleterre on observe que leurs achats dans le secteur de l'énergie ont été limités exclusivement aux sociétés pétrolières et gazières[323]. Sally Bakewell montre par exemple qu'une entreprise comme Shell a particulièrement profité du CSPP de la BCE car ses rendements obligataires ont diminué au point de tomber en dessous de zéro[324].

Or, si le QE est censé être une réponse provisoire à un ralentissement économique passager, en réalité il paraît très vraisemblable que cette politique va avoir

---

[320] BATTISTON Stefano et MONASTEROLO, « How could the ECB's monetary policy support the sustainable finance transition? », Universität Zürich.

[321] JOURDAN Stanislas et KALINOWSKI Wojtek, « Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne », Institut Veblen & Positive Money Europe, 2019.

[322] « The NACE sectors of manufacturing and electricity production alone constitute an estimated 62.1 per cent of CSPP purchases, 58.5 per cent of Eurozone area emissions, but only 18 per cent of gross value added. » MATIKAINEN Sini, CAMPIGLIO Emanuele et ZENGHELIS Dimitri, « The climate impact of quantitative easing », *Gratham*

Institute For Climate Change and the Environment, 2017, p. 17. [« Les secteurs NACE de l'industrie manufacturière et de la production d'électricité représentent à eux seuls, selon les estimations, 62,1 % des achats de la CSPP, 58,5 % des émissions de la zone euro, mais seulement 18 % de la valeur ajoutée brute. »] (traduction libre)

[323] « On a more granular level, for both the ECB and the Bank of England, their purchases in the energy sector have been restricted to oil and gas companies exclusively. » *Ibid.*, p. 18. [« À un niveau plus granulaire, les achats de la BCE et de la Banque d'Angleterre dans le secteur de l'énergie ont été limités aux seules sociétés pétrolières et gazières. »] (traduction libre)

[324] « Royal Dutch Shell Plc and Siemens AG bond yieds have dropped below zero, highlighting how European Central Bank stimulus is controlling the region's credit markets. » BAKEWELL Sally, « Negative Yields Seep Into Shell, Siemens Debt on ECB Distortions - Bloomberg » [en ligne], *Bloomberg.com*, [en ligne], publié le 23 mars 2016, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Les obligations de Royal Dutch Shell Plc et de Siemens AG sont tombées en dessous de zéro, ce qui montre à quel point les mesures de relance de la Banque centrale européenne contrôlent les marchés du crédit de la région. »] (traduction libre)

des effets à long terme. En ayant concentré ses achats sur des entreprises polluantes comme les majors pétrolières, la BCE a conduit à faire drastiquement baisser le coût de l'endettement pour ces dernières. Ceci a pour effet d'avoir permis à ces entreprises d'effectuer des emprunts supplémentaires et donc des investissements additionnels dans des infrastructures contribuant au phénomène de « verrouillage carbone » ou « *carbon lock-in* » et donc de renforcer un système énergétique basé sur l'exploitation des combustibles fossiles. Par ailleurs, en permettant au secteur de l'industrie pétrolière et gazière d'augmenter son niveau d'endettement, la BCE augmente aussi le risque d'un endettement insoutenable et donc de défaillance d'une entreprise à forte intensité carbone, ce qui expose le système financier à des risques de transition plus élevés[325]. Enfin, cela conduit à rendre sans doute moins audibles les avertissements que la BCE formule pour illustrer le sérieux des risques climatiques.

Javier Solana ajoute qu'en septembre 2017, les données publiées par la BCE montraient que 49 % des obligations éligibles au CSPP appartenaient aux secteurs des services publics (17 %), des infrastructures (14 %), de l'automobile (10 %) et de l'énergie (8 %). Or, les entreprises de ces secteurs sont parmi les plus grandes émettrices de gaz à effet de serre, donc en réduisant le coût du financement pour ces entreprises, le CSPP facilite et prolonge leur contribution au changement climatique[326].

---

[325] « As it is, the oil and gas sector has been increasing its levels of debt even while on downgrade watch (…), leading to concern about default risk and unsustainable levels of indebtedness (…). By encouraging additional debt issuance from carbon-intensive sectors, this could be exposing the financial system to higher transition-related risks in the future (…). » MATIKAINEN Sini, CAMPIGLIO Emanuele et ZENGHELIS Dimitri, *op. cit.*, p. 18. [« Le secteur du pétrole et du gaz a augmenté son niveau d'endettement alors même qu'il était sous surveillance (...), ce qui a suscité des inquiétudes quant au risque de défaillance et à des niveaux d'endettement insoutenables (...). En encourageant l'émission de dettes supplémentaires par les secteurs à forte intensité de carbone, cela pourrait exposer le système financier à des risques plus élevés liés à la transition à l'avenir (…). »] (traduction libre)

[326] « At the time of writing, new data released by the ECB about the CSPP confirms that, as of the end of September 2017, 49% of eligible bonds under the CSPP were in the utilities (17%), infrastructure (14%), automotive (10%) and energy (8%) sectors. Corporations in these industries are among the largest emitters of CO2 and other greenhouse gases, which are one of the main drivers of climate change. By reducing the cost of finance for these corporations, the CSPP is effectively facilitating and prolonging their contribution to climate change. SOLANA Javier, « The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection », *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, 2018, p. 10. [« Au moment où nous écrivons ces lignes, de nouvelles données publiées par la BCE au sujet du CSPP confirment que, fin septembre 2017, 49 % des obligations éligibles au titre du CSPP appartenaient aux secteurs des services publics (17 %), des infrastructures (14 %), de l'automobile (10 %) et de l'énergie (8 %). Les entreprises de ces secteurs comptent parmi les plus grands émetteurs de CO2 et d'autres gaz

4- Conclusion sur l'impact du CSPP

Stanislas Jourdan et Wojtek Kalinowski font remarquer qu'alors que la politique climatique de l'UE cherche à parvenir à une économie plus soutenable, la BCE, par le biais du CSPP, contribue à maintenir l'économie aussi carbonée voire à aggraver la situation[327]. À l'appui de cette idée, Stefano Battiston et Irene Monasterolo ajoutent que selon leurs estimations, la composition du CSPP se caractérise par une très forte présence d'obligations d'acteurs des secteurs les plus émetteurs de gaz à effet de serre comme les secteurs du transport, des énergies fossiles et des secteurs les plus consommateurs d'énergie[328]. Sara Dietz souligne aussi que les secteurs de l'industrie manufacturière, de l'automobile et des transports sont surreprésentés dans le portefeuille de l'Eurosystème, comparés au secteur des services, alors que ce sont les secteurs les plus émetteurs de CO2[329]. En soutenant une forte demande d'actifs à forte « teneur en carbone », l'Eurosystème permet donc aux entreprises qui émettent ces

---

à effet de serre, qui sont l'un des principaux moteurs du changement climatique. En réduisant le coût du financement pour ces entreprises, le CSPP facilite et prolonge leur contribution au changement climatique. »] (traduction libre)

[327] JOURDAN Stanislas et KALINOWSKI Wojtek, « Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne », Institut Veblen & Positive Money Europe, 2019.

[328] « Our results show that the CSPP closely follows the benchmark, which is mostly composed of issuances from fossil fuel and carbon-intensive companies associated to long-term maturities. In contrast, green bonds' share is still residual, despite green bonds being issued also by fossil fuel and carbon-intensive companies. » BATTISTON Stefano et MONASTEROLO, « How could the ECB's monetary policy support the sustainable finance transition? », Universität Zürich, 2019, p. 15. [« Nos résultats montrent que le CSPP suit de près l'indice de référence, qui est principalement composé d'émissions d'entreprises à forte intensité de combustibles fossiles et de carbone associées à des échéances à long terme. En revanche, la part des obligations vertes reste résiduelle, bien que les obligations vertes soient également émises par des entreprises utilisant des combustibles fossiles et à forte intensité de carbone. »] (traduction libre)

[329] « To start with, certain industries are generally over- and underrepresented relative to their share in the market portfolio based on the sectors' capital income. According to the ECB, the manufacturing, utility, automobile, and transportation sectors are overrepresented relative to their market portfolio, while the services sector is underrepresented in the ECB portfolio. » DIETZ Sara, « Green Monetary Policy Between Market Neutrality and Market Efficiency », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 407. [« Tout d'abord, certains secteurs sont généralement sur- ou sous-représentés par rapport à leur part dans le portefeuille de marché, sur la base des revenus du capital des secteurs. Selon la BCE, les secteurs de l'industrie manufacturière, des services publics, de l'automobile et des transports sont surreprésentés par rapport à leur portefeuille de marché, tandis que le secteur des services est sous-représenté dans le portefeuille de la BCE. »] (traduction libre)

actifs d'accéder aux marchés financiers à moindre coût[330]. Ce qui n'a pas manqué d'alerter les députés européens qui ont questionné Mario Draghi sur ce point[331]. Valla et Aglietta résument cela en posant que « respecter cette pseudo-neutralité, c'est donc sciemment valider la production de carbone et y participer activement »[332].

On voit donc qu'il est très problématique que la politique de QE de la BCE ait en certains de ses aspects offert des coûts de financement moindres à certains secteurs, en particulier car cela a favorisé l'endettement d'un secteur fortement émetteur de gaz à effet de serre et pour lequel les risques financiers sont sans doute mal pris en compte, ce qui est contraire à l'objectif de stabilité financière posé à l'article 127.5[333].
Les biais que révèle la composition du CSPP vers les secteurs les plus polluant, s'expliquent bien sûr par la composition du marché obligataire européen lui-même, mais aussi, et surtout, en raison des critères retenus pour déterminer l'éligibilité des obligations à ce programme d'achat d'actifs. Ce qui ne manque pas de générer un décalage important entre les objectifs climatiques de l'Union et les actions de la BCE et donc une forme d'incohérence contraire à l'article 7 du TFUE.
Un verdissement des opérations de politique monétaire de la BCE implique donc d'orienter les critères d'éligibilités vers des actifs faiblement carbonés de façon à

[330] « By sustaining a high demand for high-carbon equity, financial institutions allow the companies that issue this equity to access the stock market at a low cost. » GABOR Daniela, DAFERMOS Yannis, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Finance and Climate Change - A Progressive Green Finance Strategy for the UK - », 2019, p. 11. [« En soutenant une forte demande pour les actions d'entreprise à haute teneur en carbone, les institutions financières permettent aux entreprises qui émettent ces actions d'accéder au marché boursier à faible coût. »] (traduction libre)

[331] voir : Comité Affaires économiques et monétaires du parlement européen, transcription de l'audition de Mario Draghi, Bruxelles, 9 juillet 2018.

[332] AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Odile Jacob, 2021, p. 161.

[333] « Second, the implementation of the market neutrality principle in the corporate QE program is inconsistent with financial stability objectives. In terms of physical risks, the corporate QE finances the generation of emissions that can lead to climate-related events that undermine financial stability in the long run. » DAFERMOS Yannis, GABOR Daniela, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Decarbonising Is Easy: Beyond Market Neurality in the ECB's Corporate QE », New Economics Foundation & SOAS University of London, 2020, p. 15. [« Deuxièmement, la mise en œuvre du principe de neutralité du marché dans le programme d'assouplissement quantitatif est incompatible avec les objectifs de stabilité financière. En termes de risques physiques, l'assouplissement quantitatif finance la production d'émissions qui peuvent conduire à des événements liés au climat qui compromettent la stabilité financière à long terme. »] (traduction libre)

réduire le coût du capital pour les institutions faiblement émettrices de gaz à effet de serre[334].

La BCE est consciente de ce problème. Isabel Schnabel dans un discours remarqué a expliqué que l'existence d'externalités climatiques implique de reconsidérer la notion de neutralité du marché. En effet, elle explique qu'en présence de défaillances du marché, l'adhésion au principe de neutralité du marché peut renforcer les inefficacités préexistantes et donner lieu à une allocation sous-optimale des ressources. Or, le traité prévoit bien que la BCE doit remplir son mandat en favorisant une allocation efficace des ressources. Si le marché évalue mal les risques liés au changement climatique, l'adhésion au principe de neutralité du marché peut donc soutenir une structure de marché qui entrave une allocation efficace des ressources. Au regard de cette défaillance du marché, elle propose de remplacer le principe de neutralité du marché par un principe d'efficacité du marché[335].

On vient donc de voir que le réchauffement climatique est de nature à impacter très fortement la stabilité des prix, provoquant des hausses ou des baisses de prix

[334] « The greening of monetary policy operations would involve steering the eligibility criteria towards low-carbon assets. The intended effect is that the cost of capital for low-carbon sectors/institutions would reduce relative to high-carbon sectors/institutions. » SCHOENMAKER Dirk, « Greening monetary policy », Bruegel, 2019, p. 7. [« Le verdissement des opérations de politique monétaire impliquerait d'orienter les critères d'éligibilité vers des actifs à faible teneur en carbone. L'effet recherché est de réduire le coût du capital pour les secteurs/institutions à faibles émissions de carbone par rapport aux secteurs/institutions à fortes émissions de carbone. »] (traduction libre)

[335] « In the presence of market failures, adhering to the market neutrality principle may reinforce pre-existing inefficiencies that give rise to a suboptimal allocation of resources. The Treaty clearly stipulates that the ECB should pursue its mandate by favouring an efficient allocation of resources. If the market misprices the risks associated with climate change, adhering to the market neutrality principle may instead support a market structure that hampers an efficient allocation of resources. In view of such market failures, it seems appropriate to replace the market neutrality principle by a market efficiency principle. » SCHNABEL Isabel, « From market neutrality to market efficiency, Welcome address at the ECB DG-Research Symposium "Climate change, financial markets and green growth" » [en ligne], publié le 14 juin 2021, [consulté le 8 juillet 2025]. [« En présence de défaillances du marché, l'adhésion au principe de neutralité du marché peut renforcer les inefficacités préexistantes qui donnent lieu à une allocation sous-optimale des ressources. Le traité énonce clairement que la BCE doit remplir son mandat en favorisant une allocation efficace des ressources. Si le marché évalue mal les risques liés au changement climatique, le fait d'adhérer au principe de neutralité du marché peut au contraire soutenir une structure de marché qui entrave une allocation efficace des ressources. Compte tenu de ces défaillances du marché, il semble approprié de remplacer le principe de neutralité du marché par un principe d'efficacité du marché. »] (traduction libre)

rendant la gestion de l'inflation beaucoup plus compliquée pour l'Eurosystème. Ce dernier ayant pour mandat de garantir la stabilité des prix et celle-ci étant menacée par les conséquences du réchauffement climatique, ce processus s'impose à l'Eurosystème comme étant dans le champ de son mandat au titre de son objectif primaire. Pour le dire autrement, en vertu de son objectif principal de stabilité des prix, l'Eurosystème à l'obligation dans le cadre de la mise en œuvre de sa politique monétaire de prendre en compte le réchauffement climatique. Pour ce faire, il est d'une part nécessaire de repenser l'horizon temporel utilisé pour mener sa politique monétaire de sorte à pouvoir prendre en compte un horizon plus lointain et à inclure les effets du réchauffement climatique. D'autre part, il faut abandonner le concept de neutralité de marché qui se révèle inopérant et trompeur et lui préférer un principe d'efficacité de marché. L'efficacité étant ici entendue comme permettant, notamment, au marché d'inclure le réchauffement climatique dans le prix des actifs.

Dans la partie qui va suivre, nous verrons comment l'objectif secondaire de soutien aux politiques économiques générales dans l'Union oblige lui aussi l'Eurosystème à inclure le réchauffement climatique dans sa politique monétaire.

II- Le soutien aux politiques économiques générales dans l'Union à l'aune du réchauffement climatique

Comme on l'a vu plus haut, actuellement l'Eurosystème a une lecture de son mandat telle que la réalisation de son objectif principal lui permet de réaliser automatiquement son objectif secondaire de soutien aux politiques économiques dans l'Union. Or, cette approche est contestable et devrait être revue en reconsidérant le caractère obligatoire de l'objectif secondaire. En effet, l'Eurosystème devrait toujours chercher s'il existe un instrument de politique monétaire permettant le maintien de la stabilité des prix tout en contribuant aux politiques économiques de l'Union. Autrement dit, dans l'hypothèse où l'Eurosystème a le choix entre des options de politique économique qui contribuent de manière égale au maintien de la stabilité des prix, mais dont l'une apporte un soutien plus efficace aux politiques économiques générales dans l'Union, l'Eurosystème doit préférer cette dernière. Comme l'explique Frank Elderson, un membre du directoire de la BCE, l'objectif secondaire énonce que la BCE a le devoir, et non la possibilité, d'apporter son soutien[336].

Il est important de souligner à ce stade qu'il s'agit bien ici de soutien aux politiques économiques dans l'Union. L'article 127(1) énonce bien que « *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. (...)* »
L'Eurosystème n'est donc pas responsable de ces politiques et n'a pas le pouvoir de les conduire de façon autonome. L'article 127 ne confie pas au SEBC la charge de réaliser directement les objectifs de l'Union mais indirectement, en soutenant les politiques par lesquelles les institutions européennes compétentes réalisent ces objectifs. D'ailleurs, l'alinéa 6 de l'article 3 du TUE pose bien « *L'Union poursuit ses objectifs par des*

[336] « This mandate, which is sometimes referred to as the ECB's "secondary objective", stipulates a duty, not an option, for the ECB to provide its support. » ELDERSON Frank, « Greening monetary policy », sur *The ECB Blog* [en ligne], publié le 13 février 2021, [consulté le 14 février 2021]. [« Ce mandat, parfois qualifié d'objectif secondaire de la BCE, prévoit que la BCE a le devoir, et non la possibilité, d'apporter son soutien. »] (traduction libre)

moyens appropriés, en fonction des compétences qui lui sont attribuées dans les traités. »

Or, l'article 127 ne donne pas à l'Eurosystème une compétence spécifique pour mettre en place une politique dédiée aux questions environnementales. Par conséquent, l'Eurosystème doit contribuer à la réalisation de ces objectifs en soutenant les politiques économiques que décidera l'Union. Cette attitude de soutien est d'autant plus importante à respecter qu'elle permet de se conformer au principe d'équilibre institutionnel évoqué plus haut puisque l'article 192 du TFUE donne compétence au Parlement Européen et au Conseil pour la mise en place de la politique de l'Union dans le domaine de l'environnement.

On peut d'ailleurs noter qu'il faut comprendre par « politiques économiques générales dans l'Union » les politiques mises en place par les États membres et l'Union qui ont une incidence sur l'économie au sens large puisque le paragraphe 1 de l'article 127 énonce qu'il s'agit des politiques économiques qui visent à contribuer à la « réalisation des objectifs, tels que définis à l'article 3 ». Il s'agit de tous les objectifs de l'article 3 et non pas seulement des objectifs purement économiques. D'abord car l'expression est « politiques économiques générales » et pas simplement « politiques économiques ». Il s'agit donc d'une expression qui exprime les politiques visées de sorte à avoir une large portée, à être très inclusive. Ensuite, car le Titre VIII du TFUE relatif à « la Politique Economique et Monétaire » fait référence à l'article 3 du TUE en ses articles 119 et 120 sans jamais en circoncrire le champ d'application. Par conséquent, une interprétation stricte du traité ne permet pas de pouvoir exclure certains objectifs et de ne privilégier que les objectifs purement économiques.

Or, pour rappel, l'article 3 du TUE liste, entre autres, parmi les objectifs de l'union la promotion du bien-être des peuples, le fait que l'Union œuvre « pour *le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée (...) et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. »* L'union contribue aussi *« au développement durable de la planète ».*

Par conséquent, les traités n'établissent pas de distinction entre politique économique et politique environnementale. Les mesures économiques de l'Union ou des États membres ayant une dimension économique et œuvrant au développement durable ou à un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement peuvent être qualifiées de "politiques économiques générales" et donc tomber dans le champ d'application de l'article 127 paragraphe 1. Cela dit, il faut redire que l'article 3(3) du TUE et l'article 127(1) du TFUE n'imposent pas à l'Eurosystème de poursuivre de façon proactive des objectifs environnementaux ou de définir des politiques environnementales. S'agissant d'un soutien, l'Eurosystème doit contribuer à la réalisation de ces objectifs en soutenant les politiques économiques pertinentes de l'Union[337].

Néanmoins, se pose la question de savoir si parmi les objectifs de l'Union, la question environnementale peut être considérée comme revêtant une certaine priorité par rapport aux autres objectifs. On peut répondre positivement à cette question en avançant d'une part la jurisprudence de la Cour de Justice (A) et d'autre part en se focalisant sur la politique économique mise en place par l'Union (B), mais aussi en convoquant l'article 7 du TFUE (C) et en soulignant que le maintien d'une économie carbonée est en contradiction avec de nombreux objectifs posés à l'article 3 du TUE (D).

---

[337] « Moreover, as evident from its wording, the second sentence of Article 127(1) TFEU does not mandate the ECB to support the Union's objectives as laid down in Article 3 TEU directly, but indirectly, by supporting the policies through which the competent institutions have fleshed out these objectives. This is a critical point. It means that neither Article 3(3) TEU nor Article 127(1) TFEU establish an obligation for the ECB to proactively pursue environmental objectives or to set environmental policies. Instead, the ECB should contribute to the attainment of environmental objectives by supporting the relevant economic policies in the Union. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 371. [« En outre, comme il ressort de son libellé, la deuxième phrase de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE ne charge pas la BCE de soutenir directement les objectifs de l'Union tels qu'ils sont définis à l'article 3 du TUE, mais indirectement, en soutenant les politiques par lesquelles les institutions compétentes concrétisent ces objectifs. Il s'agit là d'un point essentiel. Cela signifie que ni l'article 3, paragraphe 3, du TUE ni l'article 127, paragraphe 1, du TFUE n'obligent la BCE à poursuivre de manière proactive des objectifs environnementaux ou à définir des politiques environnementales. Au contraire, la BCE doit contribuer à la réalisation des objectifs environnementaux en soutenant les politiques économiques pertinentes dans l'Union »] (traduction libre)

A) La protection de l'environnement, un objectif prioritaire de l'Union

La jurisprudence européenne a rendu de nombreux arrêts sur la question de la protection de l'environnement et de la valeur qu'il fallait conférer à cet objectif. Ce mouvement a débuté en 1985 lorsqu'il a été posé dans l'arrêt Procureur de la République contre Association de défense des brûleurs d'huiles usagées (ADBHU) que *« la protection de l'environnement, qui est un des objectifs essentiels de la Communauté ».*[338]

Cette approche a été confirmée en 1988, dans un arrêt Commission des communautés européenne contre Royaume du Danemark, par lequel la Cour rappelle que la protection de l'environnement a été considérée comme un des objectifs essentiels de la Communauté pouvant justifier en tant que tel certaines limitations au principe de la libre circulation des marchandises[339]. En 1998, la CJCE rappelle également que la protection de l'environnement est « l'un des objectifs essentiels de la Communauté »[340]. En 2005, dans l'arrêt Commission des Communautés européennes contre République d'Autriche, la CJCE va aller plus loin en posant que « aux termes de l'article 6 CE "les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées dans la définition et la mise en œuvre des politiques et actions de la Communauté", dispositions qui soulignent le caractère transversal et fondamental de cet objectif »[341].

La même année, dans un arrêt, la CJCE va souligner qu'« il est constant que la protection de l'environnement constitue un des objectifs essentiels de la

[338] CJCE, « Arrêt du 7 février 1985, Procureur de la République contre Association de défense des brûleurs d'huiles usagées (ADBHU), n°240/83, point13 ».

[339] « La protection de l'environnement a déjà été considérée par la Cour, dans son arrêt du 7 février 1985 (Association de défense des brûleurs d'huiles usagées, 240/83, Rec. p. 531), comme « un des objectifs essentiels de la Communauté», pouvant justifier, en tant que tel, certaines limitations au principe de la libre circulation des marchandises. Cette appréciation est d'ailleurs confirmée par l'Acte unique européen. » CJCE, « Arrêt du 20 septembre 1988, Commission des communautés européenne contre Royaume du Danemark, n°302/86, point 8 ».

[340] CJCE, « Arrêt du 2 avril 1998, Finlande c. Outokumpu, C-213/96, point 32 ».

[341] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 15 novembre 2005, Commission des Communautés européenne contre République d'Autriche, C320/03, point 73 ».

Communauté »[342]. Enfin, en 2007 dans un autre arrêt Commission des Communautés européennes contre Conseil de l'Union européenne, la Cour énonce que :

> *« Eu égard au caractère conditionnel de la compétence que l'article 80 CE confère à la Communauté en matière de politique des transports et au fait que cette politique, à la différence de la politique dans le domaine de l'environnement à laquelle avait trait l'arrêt Commission/Conseil, précité, ne poursuit pas un objectif revêtant un caractère essentiel, transversal et fondamental, le Conseil considère que les conséquences à tirer de cet arrêt ne doivent pas forcément être les mêmes en ce qui concerne ces deux politiques. »*[343]

Dubouis et Blumann expliquent qu'à partir de 1985 « une jurisprudence constante ne cesse d'affirmer que la protection de l'environnement constitue l'un des objectifs essentiels de la Communauté »[344]. Ils ajoutent que « l'environnement constitue ainsi la plus emblématique des exigences impératives d'intérêt général »[345]. Ils précisent aussi « qu'en peu de temps l'environnement a acquis dans le droit de l'Union une place de tout premier plan, matérialisée notamment par la fameuse clause d'intégration qui figure maintenant à l'article 11 du TFUE et servi aussi par une jurisprudence très favorable de la Cour de Justice qui n'hésite pas à y voir dès l'origine de sa prise en compte "un objectif essentiel de la Communauté" ».

On voit donc que la protection de l'environnement est reconnue dans la jurisprudence de la CJUE comme « l'un des objectifs essentiels de la Communauté », et plus précisément comme « un objectif qui est essentiel, transversal et fondamental ».

---

[342] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 13 septembre 2005, Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union européenne, C-176/03, point 41 ».

[343] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 23 octobre 2007, Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union européenne, C-440/05, point 44 ».

[344] DUBOUIS Louis et BLUMANN Claude, *Droit matériel de l'Union européenne*, LGDJ-Lextenso éditions, 2015, p. 250.

[345] *Ibid.*, p. 376.

B) Les politiques dans l'Union Européenne en matière d'environnement et de climat

La protection de l'environnement constitue un élément très important des politiques de l'Union Européenne. Il n'est pas besoin d'être exhaustif ici pour démontrer le caractère tout à fait central de la question environnementale et climatique pour l'Union Européenne. Néanmoins on peut rappeler que l'UE est le troisième plus grand émetteur de gaz à effet serre au monde (derrière la Chine et les États-Unis). Consciente de cela, l'UE a ratifié l'Accord de Paris de 2015 et dès 2014 l'UE s'était engagée à réduire les émissions de gaz à effet de serre de 40% par rapport aux niveaux de 1990 d'ici 2030. De plus, l'UE s'est engagée à atteindre la neutralité carbone d'ici 2050 par le biais du Pacte vert. Cet engagement en faveur de l'environnement et du climat n'est pas nouveau et a contribué au développement d'un corpus juridique important. Dubouis et Blumann soulignent notamment que le droit de l'Union comprend « plusieurs centaines de textes, dont une forte majorité de directives régulièrement modifiées qui ont pour objet, tantôt de protéger un milieu déterminé, tantôt d'encadrer une activité particulièrement polluante »[346]. Cela dit, il faut souligner que la rédaction du traité retenu est « politiques économiques générales dans l'Union » et non pas « de l'Union », ce qui signifie comme le font remarquer Zilioli et Ioannidis que cela inclut les politiques nationales et les politiques de l'Union. Les politiques économiques générales nationales contribuant à la réalisation des objectifs de l'Union doivent donc aussi bénéficier du soutien de l'Eurosystème[347].

---

[346] *Ibid.*, p. 255.

[347] « The choice of the words "in the Union" instead of "of the Union" indicates that this provision covers policies decided both by Union and by national institutions. The inclusion of national policies reflects the fact that economic policies that fall under Title VIII of the TFEU are to be "coordinated" at Union level. (…) This means that national general economic policies that do not contribute to the achievement of the objectives of the Union would not qualify for ECB support on the basis of Article 127(1) TFEU – only those national policies qualify for support that align with Union objectives and in the context of the broad guidelines for economic policy that are prepared by the Council. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 372. [« Le choix des termes « dans l'Union » au lieu de « de l'Union » indique que cette disposition couvre les politiques décidées à la fois par l'Union et par les institutions nationales. L'inclusion des politiques nationales reflète le fait que les politiques économiques qui relèvent du titre VIII du TFUE doivent être « coordonnées » au niveau de l'Union. (…) Cela signifie que les politiques économiques

En amont de la Conférence de l'ONU sur le changement climatique (COP25) qui s'est tenue à Madrid du 2 au 13 décembre 2019, le Parlement a adopté le 28 novembre 2019 une résolution déclarant l'urgence climatique et environnementale en Europe et dans le monde. Par cette résolution le Parlement intime à la Commission de veiller à ce que toutes ses propositions soient alignées sur l'objectif de 1,5°C en termes de réchauffement climatique. Le Parlement souligne aussi que l'UE devrait réduire ses émissions de 55% d'ici 2030 dans la perspective d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050.

C'est en réaction à cet appel du Parlement Européen, que la Commission a proposé un Pacte vert pour l'Europe visant à faire de l'UE un espace climatiquement neutre d'ici à 2050[348]. Ce qui doit notamment passer par la mise en place d'un cadre légal règlementant les questions climatiques, d'où l'initiative d'un loi climat européenne pour transposer ce pacte.
Le Pacte vert propose aussi un plan d'action visant à faire la promotion de l'utilisation efficace des ressources en passant à une économie propre et circulaire, à restaurer la biodiversité et à réduire la pollution.
On peut aussi souligner que dans le cadre du Pacte vert la Commission a annoncé qu'elle entendait tenir compte, dans sa traditionnelle évaluation des budgets nationaux, des efforts des États membres en matière de lutte contre le changement climatique[349].

générales nationales qui ne contribuent pas à la réalisation des objectifs de l'Union ne peuvent bénéficier du soutien de la BCE sur la base de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE - seules les politiques nationales qui s'alignent sur les objectifs de l'Union et dans le contexte des grandes orientations de politique économique préparées par le Conseil peuvent bénéficier d'un soutien. »] (traduction libre)

[348] COMMISSION EUROPÉENNE, « Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil Européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des région : Le pacte vert pour l'Europe », 11 décembre 2019, COM(2019) 640 final.

[349] PERROTTE Derek, « Bruxelles veut verdir l'examen des budgets des Etats membres », sur *Les Echos* [en ligne], publié le 21 janvier 2020 [consulté le 8 juillet 2025].

Cela va finalement aboutir avec le Règlement 2021/1119 du 30 juin 2021 établissant le cadre pour parvenir à la neutralité climatique, aussi appelé loi européenne sur le climat. L'importance de ce texte se manifeste par le fait qu'il s'agit d'un règlement et non d'une directive et qu'en conséquence il n'appelle pas de mesure nationale de transposition. Parmi les grandes avancées consacrées par ce texte on peut noter que l'article 1 du règlement pose un objectif de « neutralité climatique » d'ici à 2050. Pour atteindre cette objectif, l'article 4 énonce un objectif intermédiaire de réduction de 55% des émissions nettes de gaz à effet de serre d'ici à 2030. Par conséquent, pour la première fois l'Union Européenne et tous ses États membres disposent d'un objectif juridique de réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre[350].

On doit aussi noter que ce règlement a un champ d'application très large puisque le considérant 25 énonce que : « toutes les législations et politiques pertinentes de l'Union doivent être compatibles avec la réalisation de l'objectif de neutralité climatique et y contribuer ». De plus, ce règlement s'adresse « aux institutions compétentes de l'Union et aux États membres » pour leur demander de prendre les mesures nécessaires « pour permettre la réalisation collective de l'objectif de neutralité climatique » (article 2) et l'objectif de réduction de 55% (article 4).

À cet égard on peut s'interroger sur la question de savoir si la BCE doit être considérée comme une « institution compétente. » Zilioli et Ioannidis estiment que ce n'est pas le cas considérant que ce règlement implique de faire des choix politiques ce qui n'est pas de la compétence de la BCE. Ils ajoutent que dans les considérants 20 et 34 il est fait référence au Parlement européen, au Conseil et à la Commission mais que la BCE n'est pas mentionnée. Enfin, selon eux, considérer la BCE comme une institution compétente signifierait accepter que le législateur de l'Union puisse fixer de nouveaux objectifs à la BCE au moyen d'une législation ordinaire[351].

---

[350] « Règlement (UE) 2021/1119 du Parlement Européen et du Conseil du 30 juin 2021 établissant le cadre requis pour parvenir à la neutralité climatique et modifiant les règlements (CE) n°401/2009 et (UE) 2018/1999 ("loi européenne sur le climat") ».

[351] « According to the most persuasive interpretation, the ECB is not a "relevant institution" under Regulation 2021/1119, at least in its monetary policy function. (…) Insofar as the choice of the specific measures to attain these objectives falls within environmental and economic policy-making, Regulation 2021/1119 should be interpreted as directed to institutions with competence to set environmental and

Cette analyse nous paraît discutable dans la mesure où le Considérant 7 énonce que « tous les secteurs de l'économie de l'Union » et que « tous les acteurs économiques » sont concernés par l'action pour le climat. De plus, le Considérant 8 mentionne les « flux financiers » qui doivent être rendus compatibles avec une trajectoire de faible émission de CO2. Il nous semble donc, au regard de cela, compliqué d'exclure la BCE et la politique monétaire de ce que le règlement vise par institution compétente. Par conséquent, il nous semble plutôt que ce texte oblige la BCE à prendre, dans le cadre de son objectif secondaire, les mesures nécessaires pour se conformer à la législation européenne dans ses domaines de compétence et de sorte à ce que l'Union puisse atteindre son objectif de neutralité climatique.

Le caractère central de la question climatique dans une perspective financière se voit aussi par l'importance qui a été donnée à l'élaboration de plusieurs textes[352] sur le sujet, à commencer par la taxonomie européenne qui vise à définir les exigences relatives à la labélisation d'actifs comme conformes aux normes ESG, à imposer des exigences de transparence et à lutter contre le *greenwashing*. La taxonomie permet ainsi de définir ce qui peut être considéré comme un investissement écologiquement

economic policies, that is national institutions and the "relevant Union institutions", namely the Commission, the Council and the Parliament. Making choices that basically fall within the fields of environmental and economic policy falls outside the competence of the ECB. Most importantly, accepting a contrary interpretation would imply accepting that the Union legislature can set new objectives for the ECB by means of ordinary legislation and legally bind it to act to their attainment. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 383. [« Selon l'interprétation la plus convaincante, la BCE n'est pas une « institution concernée » au sens du règlement 2021/1119, du moins dans sa fonction de politique monétaire. (...) Dans la mesure où le choix des mesures spécifiques pour atteindre ces objectifs relève de l'élaboration des politiques environnementales et économiques, le règlement 2021/1119 doit être interprété comme s'adressant aux institutions ayant compétence pour définir les politiques environnementales et économiques, c'est-à-dire les institutions nationales et les « institutions compétentes de l'Union », à savoir la Commission, le Conseil et le Parlement. Faire des choix qui relèvent fondamentalement des domaines de la politique environnementale et économique ne relève pas de la compétence de la BCE. Surtout, accepter une interprétation contraire reviendrait à accepter que le législateur de l'Union puisse fixer de nouveaux objectifs à la BCE par le biais d'une législation ordinaire et l'obliger juridiquement à agir pour les atteindre. »] (traduction libre)

[352] STEINBACH Armin, « The Greening of the Economic and Monetary Union », *Common Market Law Review*, 59, 2022.

durable[353]. Parmi les objectifs mis en avant on trouve en particulier l'atténuation et l'adaptation au changement climatique ainsi que la transition vers une économie durable (article 5). Thierry Bonneau explique que la taxonomie est vue comme essentielle car elle permet aux investisseurs de prendre des décisions d'investissements de façon éclairée et que ce n'est que s'ils sont en mesure de comparer les activités et les produits sur la base de critères fiables qu'ils pourront orienter leur épargne vers des produits contribuant au développement durable[354].
L'Union européenne a aussi été très motrice sur ce sujet avec la promulgation du SFDR[355] dans le domaine de la publication d'informations sur la durabilité pour le secteur financier et la NFRD[356] bientôt remplacée par la CSRD[357] dans le domaine du reporting extra-financier.

Enfin, comme on l'a vu, au regard de la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union Européenne, dans les politiques mises en place par l'Union Européenne le verdissement de l'économie se voit donner une forme de priorité par rapport aux autres objectifs de l'union.
Dès lors, dans le cadre de son objectif secondaire de soutien aux politiques économiques générales, et en raison du fait qu'il s'agit d'un objectif de soutien, l'Eurosystème se doit de refléter cette priorité[358].

---

[353] « Règlement (UE) 2020/852 du Parlement Européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088 », 2020.

[354] BONNEAU Thierry, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 2020, p. 987.

[355] « Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers », 2019.

[356] « Directive 2014/95 du Parlement Européen et du Conseil du 22 octobre 2014 modifiant la directive 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'information non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupe », 2014, p. 95.

[357] « Proposition de Directive du Parlement Européen et du Conseil modifiant les directives 2013/34/UE, 2004/109 et 2006/43/CE ainsi que le règlement (UE) n°537/2014 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD) ».

[358] « The high priority given by the Union to policies relating to the protection of the environment is an important factor which suggests why the ECB can justify giving preference to supporting environmental policies and objectives if it decides to do so (also) under the secondary objective. (…) Climate-related policies have thus clearly been singled out as a current priority by the EU. Moreover, these policies contain concrete goals. This concreteness of outcomes differentiates climate-related policies relating

C) Pour une priorisation de la question environnementale en vertu de l'article 7 du TFUE

L'Article 7 du TFUE énonce que : *« L'Union veille à la cohérence entre ses différentes politiques et actions, en tenant compte de l'ensemble de ses objectifs… »*. Or, on a vu plus haut en évoquant le CSPP qu'actuellement la politique monétaire de l'Eurosystème en cherchant à être neutre vis-à-vis du marché contribue au maintien du paradigme économique actuel fondé sur le *business as-usual* et donc au maintien du *statu quo* qui se caractérise par une économie carbonée – trop carbonée.

Cette attitude est tout à fait problématique au regard de l'article 7 car comme détaillé ci-dessus, l'Union Européenne cherche quant à elle à opérer une transition vers une économie décarbonée.

On ne reviendra pas ici sur la dimension très « carbonée » du CSPP mais l'on rappellera simplement que Stanislas Jourdan et Wojtek Kalinowski font remarquer qu'alors que la politique climatique de l'UE cherche à parvenir à une économie plus soutenable, la BCE, par le biais du programme d'achat d'obligations d'entreprises non financières, contribue à maintenir l'économie très carbonée[359]. Autrement dit « Tandis que les

---

to the reduction of greenhouse gas emissions from many other general economic policies. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 387. [« La priorité élevée accordée par l'Union aux politiques relatives à la protection de l'environnement est un facteur important qui suggère que la BCE peut justifier d'accorder la préférence au soutien des politiques et objectifs environnementaux si elle décide de le faire (également) au titre de l'objectif secondaire. (...) Les politiques liées au climat ont donc été clairement identifiées comme une priorité actuelle de l'UE. En outre, ces politiques contiennent des objectifs concrets. Ce caractère concret des résultats différencie les politiques liées au climat relatives à la réduction des émissions de gaz à effet de serre de nombreuses autres politiques économiques générales. »] (traduction libre). Voir aussi : « (…) climate stability is a precondition for attaining these other objectives, which requires wide-scale and urgent action in order to avoid huge and irreversible damage. This is why it has to be given absolute priority. » FISCHER Yolaine, « Global warming: Does the ECB Mandate Legally Authorise a "green monetary policy"? », in *Sustainability and financial markets*, Wolters Kluwer, 2019, p. 174. [« (...) la stabilité du climat est une condition préalable à la réalisation des autres objectifs [de l'article 3], ce qui nécessite une action urgente et à grande échelle afin d'éviter des dommages considérables et irréversibles. C'est pourquoi il faut lui accorder une priorité absolue. »] (traduction libre)

[359] JOURDAN Stanislas et KALINOWSKI Wojtek, « Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne », Institut Veblen & Positive Money Europe, 2019.

politiques de l'UE visent à transformer le tissu économique européen dans le sens d'une plus grande soutenabilité, le programme d'achat de la BCE se contente de reproduire l'état actuel du marché »[360].

Par conséquent, une lecture croisée des articles 7 et 127 du TFUE doit conduire l'Eurosystème à donner une forme de priorité aux objectifs environnementaux et climatiques par rapport aux autres objectifs de l'article 3 du TUE sans quoi l'Eurosystème ne peut respecter le principe de cohérence entre les politiques de l'Union[361].

D) Maintien de l'économie carbonée et contradiction avec l'article 3 du TFUE

Comme le fait remarquer Yolaine Fischer, maintenir une économie aussi carbonée comme y contribue le CSPP est aussi une menace à de nombreux objectifs de l'Union posés à l'article 3 du TUE, comme la paix, le bien-être des peuples, le développement durable fondé sur une croissance économique équilibré, un haut niveau de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement, la solidarité entre les générations, la solidarité parmi les peuples du monde, l'éradication de la pauvreté ou la protection des droits de l'Homme[362].

---

[360] *Ibid.*, p. 18.

[361] « Yet, a combined reading of Article 127(1) and Article 7 TFEU shows that, when the Eurosystem assesses which objectives of Article 3 TEU should be given priority, the consistency of the EU policies should be used as a prominent guide. » FISCHER Yolaine, *op. cit.*, p. 172. [« Une lecture combinée de l'article 127 (1) et de l'article 7 du TFUE montre que, lorsque l'Eurosystème évalue quels objectifs de l'article 3 du TUE devraient être prioritaires, la cohérence des politiques de l'UE devrait être utilisée comme un guide de premier plan. »] (traduction libre)

[362] « Yet, maintaining a "carbon economy" constitutes a threat to most of EU objectives set by Article 3 TEU, which include, notably, peace, well-being of people, sustainable development based on balanced economic growth, a high level of protection and improvement of the quality of the environment, solidarity between generations, solidarity among peoples of the world, eradication of poverty and protection of human rights.» *Ibid.* [« Or, le maintien d'une économie carbonée constitue une menace pour la plupart des objectifs de l'UE fixés par l'article 3 du TUE, qui comprennent notamment la paix, le bien-être des personnes, le développement durable fondé sur une croissance économique équilibrée, un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement, la solidarité entre les générations, la solidarité entre les peuples du monde, l'éradication de la pauvreté et la protection des droits de l'homme. »] (traduction libre)

L'article 3 du TUE prévoit aussi en son paragraphe 5 que l'UE contribue au « *strict respect et au développement du droit international.* » Cela inclut donc nécessairement l'Accord de Paris du 12 décembre 2015, adopté dans le cadre de la Convention sur le changement climatique des Nations Unies puisque ce dernier est juridiquement contraignant pour l'UE depuis le 4 novembre 2016.
Parmi les objectifs de l'Accord de Paris, l'article 2.1(c) précise qu'il vise à renforcer la riposte mondiale face à la menace des changements climatiques, en « rendant 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 ».

E) Conclusion sur la priorisation de l'objectif de protection de l'environnement dans le cadre du soutien aux politiques économiques générales dans l'Union

L'argument visant à dire que pour respecter son objectif secondaire la BCE devrait se focaliser uniquement sur le problème du réchauffement pourrait se voir reproché d'être à certains égards arbitraire dans la hiérarchisation des objectifs de l'UE. Cependant, comme on vient de le voir la protection de l'environnement revêt une véritable priorité dans l'ordre juridique européen et en conséquence la BCE doit le faire primer sur les autres objectifs listés à l'article 3 du TUE.

L'Eurosystème doit aussi constater que le réchauffement climatique est porteur de conséquences qui vont déstabiliser de nombreux secteurs et faire échouer la réalisation de la plupart des objectifs prévu à l'article 3. L'importance de la menace et la gravité de ses effets sur la mise en œuvre des objectifs de l'Union permet d'avancer que l'Eurosystème devrait faire prévaloir l'objectif de lutte contre le réchauffement climatique sur les autres objectifs de l'article 3 du TUE. Par ailleurs, il faut bien réaliser qu'il deviendrait parfaitement inutile et impossible de réaliser les autres objectifs de l'Union si les mesures nécessaires à la lutte contre le réchauffement climatique ne sont pas prises. Il ne fait aucun doute, que la stabilité du climat est une condition préalable pour atteindre les autres objectifs.

De plus, la mise en place d'une politique de protection de l'environnement ne signifie pas pour autant renoncer aux autres objectifs. En effet, la plupart des objectifs prévus par l'article 3 pourraient être réalisés par le biais d'une politique de protection de l'environnement. Autrement dit, se concentrer sur le combat contre le changement climatique permettrait aussi de contribuer à de nombreux autres objectifs de l'Union. Par exemple, selon l'ADEME, des investissements massifs dans la transition énergétique pourraient permettre de créer de très nombreux emplois en Europe[363].

En bref, le caractère exceptionnel de la crise climatique que nous rencontrons impose à l'Eurosystème de cesser de considérer la stabilité des prix comme permettant nécessairement de remplir le second objectif de son mandat. Ainsi, l'Eurosystème devrait combiner avec beaucoup plus de rigueur la réalisation de ses deux objectifs.

[363] ADEME, « Les effets de la transition écologique sur l'emploi », sur *ADEME Infos* [en ligne], [consulté le 14 octobre 2022].

Section II – L'obligation d'intégrer le réchauffement climatique à la politique monétaire étayée en droit européen

Pour renforcer l'idée que l'Eurosystème a bien l'obligation d'intégrer la contrainte climatique à son action, cette section avancera trois arguments. D'abord, nous reviendrons sur deux grands principes du droit européen (le principe d'économie de marché et le principe de proportionnalité) mais cette fois à la lumière des enjeux climatiques et de leurs incorporations à la politique monétaire de l'Eurosystème (I). Puis, nous verrons que l'obligation de protection de l'environnement soit intégrée dans la définition et la mise en œuvre des politiques et actions de l'Union posées par les articles 11 et 191 du TFUE conforte aussi l'obligation d'inclure la contrainte climatique à la politique monétaire (II). Enfin, nous verrons que le fait que la BCE soit tenue de respecter l'Accord de Paris vient également à l'appui de cette démonstration (III).

I- Les principes applicables à l'action du SEBC et le réchauffement climatique

Des grands principes juridiques évoqués précédemment, il nous semble que l'on doit revenir sur deux d'entre eux pour les questionner à la lumière de l'enjeu climatique et de son incorporation à la politique monétaire de l'Eurosystème. Effectivement, le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre (A) et le principe de proportionnalité (B) nous semblent l'un et l'autre ne pas faire obstacle à cette intégration.

A) Le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre face à l'enjeu climatique

On a vu que le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre part de l'hypothèse selon laquelle le mécanisme de fixation des prix dans un marché ouvert et concurrentiel constitue le principal mécanisme d'allocation efficace des ressources dans l'Union. Cependant, sur la question climatique et environnementale, il est souvent avancé que le prix de nombreux biens et services n'est pas correctement évalué. Par exemple, le prix de l'essence et des énergies fossiles semble trop faible tout comme celui du carbone sur les systèmes d'échange de quotas d'émissions. Se pose donc la question de savoir si la BCE pourrait corriger ce qui s'apparente donc à une inefficacité du marché ? À cela on peut répondre que l'obligation d'agir conformément au principe d'une économie de marché ouverte n'habilite pas la BCE à agir avec l'unique but de corriger les inefficacités du marché. Ce but doit contribuer à la réalisation de l'objectif primaire et secondaire et être considéré comme nécessaire pour se conformer à un principe de l'UE tel que la limitation des effets négatifs de ses politiques, dans le cadre du test de proportionnalité.

Par conséquent, si le marché ne favorise pas une allocation efficace des ressources, la BCE devra démontrer qu'une fixation indirecte de ces prix est, par exemple, nécessaire pour atteindre les objectifs de la BCE, ce qui est le cas si ces mesures ont pour effet de limiter le changement climatique et ses effets attendus sur la

stabilité des prix. Elle devra le faire en précisant que ces mesures sont proportionnées au regard de cet objectif, et ce afin de ne pas empiéter sur les compétences partagées entre l'Union et les États membres dans le domaine de l'environnement ou de l'économie. Compétences à l'égard desquelles la BCE n'est pas compétente pour mener une politique autonome. Pour le dire autrement, le principe de l'économie de marché ouverte lie la BCE mais la BCE peut y déroger si elle peut le justifier. Cette justification est évidente lorsque la BCE peut identifier des inefficacités du marché qui sont nuisibles à la réalisation de son mandat. Avec le réchauffement climatique, nous avons vu que nous sommes dans ce cas.

B) Le principe de proportionnalité et le verdissement de la politique monétaire

Toute décision de verdissement de tel ou tel outil de politique monétaire doit passer par le filtre du principe de proportionnalité. Néanmoins, il faut avoir en tête qu'une mesure de politique monétaire comme le CSPP a précisément été adoptée par le SEBC après un test de proportionnalité censé évaluer ses avantages et ses inconvénients. Toutefois, ce programme d'achat se veut neutre sur le marché, c'est à dire qu'il cherche à répliquer le paysage économique actuel. Par conséquent, au regard des défauts inhérents au concept de neutralité de marché, si l'on refaisait ce test de proportionnalité le résultat ferait apparaître un désavantage car ce programme ne permet pas de réallouer les flux financiers nécessaires à la transition économique. C'est pourquoi, si la BCE était en mesure de mettre sur pied un dispositif permettant de réduire cet inconvénient, elle devrait réévaluer le CSPP. Sur la base de cette réévaluation, s'il apparaissait que le CSPP modifié de sorte à ne pas contribuer au financement d'une économie aussi carbonée a un meilleur rapport coût/avantage avec un impact équivalent, ou meilleur, sur la stabilité des prix, alors la BCE aurait l'obligation d'adopter cette nouvelle mouture du programme d'achat.
En d'autres termes, le principe de proportionnalité n'est pas nécessairement un obstacle au verdissement des instruments de politique monétaire. On voit qu'il peut même être la raison nécessitant leurs évolutions.

II- Les articles 11 et 191 du TFUE

Martin Wasmeier explique que depuis l'introduction des objectifs environnementaux et du principe d'intégration dans le traité CE par l'Acte unique européen en 1987, ces dispositions n'ont cessé d'être améliorées pour finalement devenir une obligation fondamentale.[364] Aujourd'hui on trouve cela à l'article 11 du TFUE qui impose que « *Les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées dans la définition et la mise en œuvre des politiques et actions de l'Union, en particulier afin de promouvoir le développement durable* ».

Wasmeier ajoute que le traité d'Amsterdam indiquait déjà clairement que la protection de l'environnement n'est plus un objectif distinct de la Communauté européenne qui peut être considéré comme « de second ordre ». Depuis que l'objectif d'un « niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement » a été incorporé à l'article 2 CE, il constitue un objectif essentiel et fondamental de la Communauté. La priorité ne peut donc plus être attribuée aux objectifs économiques[365]. Avec l'article 11 du TFUE, les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées dans toutes les politiques et actions de l'Union. Par conséquent ces exigences ne doivent donc pas être isolées ou poursuivies séparément. Autrement dit, les institutions

[364] « Since the introduction of environmental objectives and of the principle of integration into the EC Treaty by the Single European Act in 1987, those provisions have continuously been upgraded, finally becoming a fundamental obligation. » WASMEIER Martin, « The Integration of Environmental Protection as a General Rule for Interpreting Community Law », *Common Market Law Review*, 38, 2001, p. 160. [« Depuis l'introduction des objectifs environnementaux et du principe d'intégration dans le traité CE par l'Acte unique européen en 1987, ces dispositions n'ont cessé d'être améliorées, pour finalement devenir une obligation fondamentale. »] (traduction libre)

[365] « The Amsterdam Treaty makes clear that protection of the environment is no longer a separate objective of the European Community that can be considered "second-class". Since the objective of a "high level of protection and improvement of the quality of the environment" was incorporated into Article 2 EC, it has been an essential and fundamental purpose of the Community. Priority can no longer be attributed to economic objectives. According to Article 6 EC, environmental protection requirements must be integrated into all Community policies and activities. » *Ibid.*, p. 159. [« Le traité d'Amsterdam indique clairement que la protection de l'environnement n'est plus un objectif de la Communauté européenne qui peut être considéré comme « de second ordre ». Depuis que l'objectif d'un « niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement » a été incorporé à l'article 2 du traité CE, il s'agit d'un objectif essentiel et fondamental de la Communauté. La priorité ne peut plus être attribuée à des objectifs économiques. Selon l'article 6 CE, les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées dans toutes les politiques et actions de la Communauté. »] (traduction libre)

européennes doivent poursuivre l'objectif de protection de l'environnement non seulement par une politique environnementale spécifique, mais aussi par le biais de toute autre activité.

Comme vu précédemment, la CJCE dans un arrêt Commission c. Conseil du 13 septembre 2005 a posé à propos de l'objectif de protection de l'environnement que cet article *« souligne le caractère transversal et fondamental de cet objectif »*[366].
La politique monétaire de l'Eurosystème faisant partie des politiques de l'Union, conformément à l'article 11 du TFUE les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées à sa définition et sa mise en œuvre. En effet, Javier Solana explique que cet article consacre un « principe d'intégration »[367]. Julien Bétaille ajoute qu'« en application de ce principe, le droit économique de l'Union européenne est appelé, sous diverses formes, à prendre en compte la protection de l'environnement »[368].

Il faut d'ailleurs noter que l'article 37 de la charte des droits fondamentaux de l'UE énonce un principe comparable :

> *« Un niveau élevé de protection de l'environnement et l'amélioration de sa qualité doivent être intégrés dans les politiques de l'Union et assurés conformément au principe du développement durable. »*[369]

---

[366] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 13 septembre 2005, Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union europénne, C-176/03, para 41 ».

[367] « According to Art. 11 TFEU, 'Environmental protection requirements must be integrated into the definition and implementation of the Union's policies and activities, in particular with a view to promoting sustainable development.' This provision is said to consecrate a "principle of integration". » SOLANA Javier, « The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection », *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, 2018, p. 557. [« En vertu de l'article 11 du TFUE, « Les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées dans la définition et la mise en œuvre des politiques et actions de l'Union, en particulier afin de promouvoir le développement durable ». Cette disposition est censée consacrer un « principe d'intégration. »] (traduction libre)

[368] BÉTAILLE Julien, « La définition de l'environnement en droit de l'Union européenne », *La revue droit et environnement*, 10, 2017, p. 61.

[369] « Charte des droits fondamentaux de l'Union Européenne », 2000.

À cet égard, on notera que la question des droits fondamentaux est très importante, puisque c'est notamment sur ce fondement que l'État Néerlandais a été condamné dans l'affaire Urgenda. En effet, la Cour suprême avait retenu le lien entre changement climatique et protection des droits de l'Homme en soutenant que les Pays-Bas ont violé l'article 2 (droit à la vie) et l'article 8 (respect de la vie privée et familiale) de la CEDH[370]. En effet, la protection de l'environnement est classiquement considérée comme un droit fondamental de « troisième génération » [371].

On peut aussi relever que le Principe 4 de la Déclaration de Rio de 1992 pose que :

> *« Pour parvenir à un développement durable, la protection de l'environnement doit faire partie intégrante du processus de développement et ne peut être considérée isolément. »*[372]

La Déclaration de Rio est aussi à l'origine de la définition de développement durable, selon laquelle, le développement économique doit satisfaire équitablement les besoins des générations présentes sans compromettre les intérêts des générations futures.

Cette obligation doit être comprise comme s'appliquant à toutes les politiques de l'Union, comme étant contraignante pour toutes les institutions de l'Union européenne. L'avocat Général Jacobs souligne d'ailleurs que cet article « est d'une importance particulière » et qu'ainsi que son libellé l'indique, il « ne se limite pas à établir un programme, il impose des obligations légales »[373]. L'avocat général Trstenjak abonde dans ce sens et estime que la clause de transversalité introduite par cet article « dispose que les exigences de la protection de l'environnement doivent être intégrées dans la définition et la mise en œuvre de toutes les politiques et actions de la

[370] « Cour suprême des Pays-Bas, État des Pays-Bas c. Fondation Urgenda », 2019.

[371] DUBOUIS Louis et BLUMANN Claude, *Droit matériel de l'Union européenne*, LGDJ-Lextenso éditions, 2015, p. 249.

[372] LA CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR L'ENVIRONNEMENT ET LE DÉVELOPPEMENT, « Déclaration de Rio », 1992.

[373] « Conclusion de l'Avocat Général M. F. G. Jacobs dans l'affaire PreussenElektra AG contre Schhleswag AG, C-379/98 », 2000, point 231.

Communauté » [374]. L'avocat général Cosmas fait également observer que « les dispositions du traité concernant l'environnement ne se bornent pas à proclamer des principes ». Se fondant sur le fait qu'il est explicitement indiqué dans les traités que « les exigences en matière de protection de l'environnement doivent être intégrées dans la définition et la mise en œuvre des autres politiques de la Communauté ». Il ajoute que le « traité paraît imposer aux institutions communautaires une obligation concrète et précise, qui pourrait être considérée comme produisant des effets directs dans l'ordre juridique communautaire »[375].

Si les traités n'ont pas défini ce qu'il fallait comprendre par « intégrer », Solana explique que la jurisprudence de la CJUE a constamment souligné que l'intégration des exigences de protection de l'environnement, telles qu'exprimées à l'article 11, dans les autres politiques et actions de l'Union signifiait incorporer les objectifs de la politique de l'Union dans le domaine de l'environnement, tels qu'énoncé à l'article 191 du TFUE, à la liste des objectifs spécifiques à une politique donnée de l'Union[376]. Zilioli et Ioannidis expliquent que le terme « intégrer » doit être compris comme signifiant qu'il est nécessaire de prendre en compte les objectifs environnementaux dans l'exécution de missions ne relevant pas du Titre XX du TFUE consacré à la politique environnementale. Ils ajoutent que cet article justifie d'intégrer les considérations environnementales à titre secondaire ou accessoire lorsque les institutions de l'UE adoptent des politiques dans un autre domaine. En revanche, cet article ne peut fonder des mesures ayant pour objet la protection de l'environnement à titre principal[377].

---

[374] TRSTENJAK Verica, « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Horvath C-428/07 », 2009, point 55.

[375] COSMAS Georges, « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire C-321/95 P », 1997. point 62.

[376] « The CJEU has consistently affirmed that "integrating" environmental protection requirements in other Union policies and activities, as laid down in Art. 11 TFEU, means incorporating the objectives of the EU environmental policy, which are laid down in Art. 191 TFEU, to the list of objectives that is specific to any given Union policy. » SOLANA Javier, « The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection », *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, 2018, p. 11. [« La CJUE a toujours affirmé que l'« intégration » des exigences en matière de protection de l'environnement dans les autres politiques et actions de l'Union, telle qu'elle est prévue à l'article 11 du TFUE, signifie incorporer les objectifs de la politique environnementale de l'UE, qui sont énoncés à l'article 191 du TFUE, à la liste des objectifs propres à chaque politique de l'Union. »] (traduction libre)

[377] « Second, Article 11 TEU may also support measures incorporating environmental considerations as *secondary* or *incidental* aims: according to the ECJ, Article 11 TFEU allows Union institutions to address environmental considerations when acting in the field of *other* Union policies; it cannot,

En effet, si l'article 11 se révèle peu loquace quant à la façon d'intégrer la protection de l'environnement, l'article 191 du TFUE est lui beaucoup plus complet sur les objectifs poursuivis par la politique de l'Union dans le domaine de l'environnement. Cet article énonce que :

> *« 1. La politique de l'Union dans le domaine de l'environnement contribue à la poursuite des objectifs suivants :*
>
> *— la préservation, la protection et l'amélioration de la qualité de l'environnement,*
>
> *— la protection de la santé des personnes,*
>
> *— l'utilisation prudente et rationnelle des ressources naturelles,*
>
> *— la promotion, sur le plan international, de mesures destinées à faire face aux problèmes régionaux ou planétaires de l'environnement, et en particulier la lutte contre le changement climatique.*
>
> *2. La politique de l'Union dans le domaine de l'environnement vise un niveau de protection élevé, en tenant compte de la diversité des situations dans les différentes régions de l'Union. Elle est fondée sur les principes de précaution et d'action préventive, sur le principe de la correction, par priorité à la source, des atteintes à l'environnement et sur le principe du pollueur-payeur.*
>
> *Dans ce contexte, les mesures d'harmonisation répondant aux exigences en matière de protection de l'environnement comportent, dans les cas appropriés, une clause de sauvegarde autorisant les États membres à prendre, pour des motifs environnementaux non économiques, des mesures provisoires soumises à une procédure de contrôle de l'Union.*

---

however, be used to support measures that have the *main* or *predominant* purpose or component the protection of the environment. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 379. [« Deuxièmement, l'article 11 du traité UE peut également soutenir des mesures intégrant des considérations environnementales en tant qu'objectifs secondaires ou accessoires : selon la CJCE, l'article 11 du traité UE permet aux institutions de l'Union de prendre en compte des considérations environnementales lorsqu'elles agissent dans le cadre d'autres politiques de l'Union ; il ne peut toutefois pas être utilisé pour soutenir des mesures dont l'objectif principal ou prédominant ou l'élément constitutif est la protection de l'environnement. »] (traduction libre)

3. Dans l'élaboration de sa politique dans le domaine de l'environnement, l'Union tient compte :

— des données scientifiques et techniques disponibles,

— des conditions de l'environnement dans les diverses régions de l'Union,

— des avantages et des charges qui peuvent résulter de l'action ou de l'absence d'action,

— du développement économique et social de l'Union dans son ensemble et du développement équilibré de ses régions.

4. Dans le cadre de leurs compétences respectives, l'Union et les États membres coopèrent avec les pays tiers et les organisations internationales compétentes. Les modalités de la coopération de l'Union peuvent faire l'objet d'accords entre celle-ci et les tierces parties concernées.

L'alinéa précédent ne préjuge pas la compétence des États membres pour négocier dans les instances internationales et conclure des accords internationaux. »

Andrea Nollkaemper, considère qu'il est clair que les exigences de l'article 191 ne s'appliquent pas qu'aux mesures adoptées en tant que politiques environnementales proprement dites mais qu'elles s'appliquent aussi aux politiques sectorielles de développement ayant des effets potentiels sur l'environnement[378].

En effet la Cour de Justice a confirmé cette interprétation à propos de nombreuses politiques européennes. Par exemple, pour ce qui est de la politique agricole commune, dans l'arrêt Horvath la Cour a estimé que :

[378] « After the Single European Act, and in any case after the Maastricht and Amsterdam treaties, it now is clear that the requirements of Article 174 (ex-Article 130(1-3)) do not only aplly to measures adopted as environmental policies proper. They also apply to sectoral developmental policies with potential environmental effects. » NOLLKAEMPER André, « Three Conceptions of the Integration Principle in International Environmental Law », in *Environmental policy integration: Greening sectoral policies in Europe*, [s. n.], 2002, p. 26. [« Après l'Acte unique européen, et en tout cas après les traités de Maastricht et d'Amsterdam, il est désormais clair que les exigences de l'article 174 (ex-article 130, paragraphes 1 à 3) ne s'appliquent pas seulement aux mesures adoptées en tant que politiques environnementales proprement dites. Elles s'appliquent également aux politiques sectorielles de développement ayant des effets potentiels sur l'environnement. »] (traduction libre)

« dans la mesure où les exigences de la protection de l'environnement, laquelle constitue l'un des objectifs essentiels de la Communauté, doivent, aux termes de l'article 6 CE, «être intégrées dans la définition et la mise en œuvre des politiques et actions de la Communauté», une telle protection doit être considérée comme un objectif faisant également partie de la politique commune dans le domaine de l'agriculture. Le législateur communautaire peut ainsi, sur le fondement des articles 36 CE et 37 CE, décider de promouvoir la protection de l'environnement (...). Les mesures visant une telle protection, adoptées dans le cadre d'un acte communautaire ayant comme base juridique lesdits articles 36 CE et 37 CE, ne sont donc pas limitées à celles poursuivant des considérations agricoles »[379].

Autre exemple, pour ce qui est de la politique commune des transports, dans un arrêt Commission contre Conseil, après avoir rappelé que les exigences de la protection de l'environnement, « constituent l'un des objectifs essentiels de la Communauté » la CJCE a posé que :

« une telle protection doit être considérée comme un objectif faisant également partie de la politique commune des transports. Le législateur communautaire peut donc, sur le fondement de l'article 80, paragraphe 2, CE et dans l'exercice des attributions qui lui sont conférées par cette disposition, décider de promouvoir la protection de l'environnement »[380].

La récurrence de cette interprétation pousse Solana à estimer qu'il n'y aurait pas de raison que la CJUE n'adopte pas une approche similaire à propos de la politique monétaire. Zilioli et Ioannidis concluent aussi dans ce sens et posent que l'article 11 peut fonder la dimension environnementale des mesures relevant de la compétence de

[379] CJUE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 16 juillet 2009, Horvath c. Secretary of State for Environment, Food and Rural Affairs », 2009, point 29.

[380] CJCE (GRANDE CHAMBRE), « Arrêt du 23 octobre 2007, Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union européenne, C-440/05, point 44 ».

l'Eurosystème mais qu'il n'établit pas une compétence autonome pour adopter des mesures environnementales[381].

Par conséquent, le principe d'intégration posé à l'article 11 incorpore des objectifs de protection de l'environnement au mandat de l'Eurosystème. Le maintien de la stabilité des prix demeure l'objectif principal mais l'Eurosystème se doit d'être en mesure de soutenir la protection de l'environnement tout comme il doit soutenir les politiques économiques générales de l'Union.

[381] « Indeed, Article 11 TFEU may be used to support the environmental dimension of measures falling within the competence of the ECB according to Article 127(1)TFEU – but it does not establish an autonomous competence of the ECB to adopt environmental measures. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, point 380. [« En effet, l'article 11 du TFUE peut être utilisé pour justifier la dimension environnementale des mesures relevant de la compétence de la BCE en vertu de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE, mais il n'établit pas une compétence autonome de la BCE pour adopter des mesures environnementales. »] (traduction libre)

III- La BCE et l'accord de Paris

« En ce qui concerne le financement durable, nous sommes parties à l'accord de Paris sur le climat, et la BCE soutient les politiques économiques générales et les objectifs de l'Union. Elle reconnaît le défi posé par le changement climatique et l'importance des politiques visant à y faire face. Même du point de vue d'une banque centrale, la fréquence et la gravité croissantes des catastrophes naturelles pourraient constituer un risque considérable pour la stabilité financière. Nous considérons donc que la tarification et la surveillance correctes des risques liés au climat sont essentielles pour préserver la stabilité financière et promouvoir une croissance durable »[382].

C'est par ces mots de Mario Draghi répondit à l'une des questions d'un député du Parlement Européen sur le rôle de la BCE dans la finance durable. En effet, si Draghi considère que la BCE est partie à l'Accord de Paris c'est car l'Union Européenne a ratifié ce dernier le 22 avril 2016. La député européenne Molly Scott Cato avait également souligné ce point en 2017 à l'occasion d'un échange avec Draghi[383]. En l'espèce, l'accord de Paris énonce en son article 2.1 que :

« Le présent Accord, en contribuant à la mise en œuvre de la Convention, notamment de son objectif, vise à renforcer la riposte mondiale à la menace des changements climatiques, dans le contexte du développement durable et de la lutte contre la pauvreté, notamment en :

a) Contenant l'élévation de la température moyenne de la planète nettement en dessous de 2° par rapport aux niveaux préindustriels et en poursuivant l'action menée pour limiter l'élévation de la température à 1,5°C par rapport aux

[382] Traduction libre depuis « I should say that the ECB certainly supports the general economic policies and the aims of the Union. It supports the conclusion of the Paris climate agreement, and we certainly also support – directly and indirectly – the ongoing work in various international fora, and we joined the network for greening the financial system, which brings together central banks and supervisors committed to developing common supervisory macroprudential practices to address climate-related and environmental risks. » « Committee on economic and monetary affairs monetary dialogue with Mario Draghi, President of the European Central Bank », 2018.

[383] « Committee on economic and monetary affairs monetary dialogue with Mario Draghi, President of the European Central Bank », 2017.

niveaux préindustriels, étant entendu que cela réduirait sensiblement les risques et les effets des changements climatiques ; (...)
c) Rendant 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. »

La ratification de ce traité par l'UE et le fait que ce dernier consacre de façon très explicite un article à la régulation financière conduit à penser que ce dernier doit effectivement être pris en compte par la BCE. En effet, l'article 3 du TUE prévoit bien à son aliéna 5 que l'UE contribue au « *strict respect et au développement du droit international, notamment au respect des principes de la charte des Nations unies. »*
L'accord de Paris ayant été adopté dans le cadre des Nations Unies, il ne fait pas de doute qu'il fait partie du corpus juridique applicable à la BCE. Surtout, l'article 216(2) du TFUE énonce que « Les accords conclus par l'Union lient les institutions de l'Union et les États membres ».

L'accord de Paris se positionne aussi sur des thématiques financières en son Article 9(3) qui énonce que « *Dans le cadre d'un effort mondial, les pays développés Parties devraient continuer de montrer la voie en mobilisant des moyens de financement de l'action climatique provenant d'un large éventail de sources, d'instruments et de filières, compte tenu du rôle notable que jouent les fonds publics, par le biais de diverses actions, notamment en appuyant des stratégies impulsées par les pays et en tenant compte des besoins et des priorités des pays en développement Parties* ».
À cet égard, René Smits fait donc remarquer qu'en tant qu'institution de l'UE, la BCE doit veiller à ce que ses activités soient conformes aux engagements internationaux de l'UE qui en l'espèce visent à contenir l'élévation des températures de sorte à réduire « sensiblement les risques et les effets des changements climatiques » et à mobiliser des « moyens de financement de l'action climatique ». Il ajoute que le financement de l'Eurosystème peut être qualifié de « fonds publics » et qu'en conséquence l'article

9(3) s'adresse aux banques centrales de la zone euro[384]. Zilioli et Ioannidis ont une approche plus nuancée considérant que l'Accord de Paris ne contient pas d'obligations directes pour la BCE mais qu'il constitue une expression claire de l'engagement de l'UE et des États à lutter contre le réchauffement climatique et doit donc être pris en compte dans le rôle de soutien aux politiques économiques générales de la BCE[385].

[384] « As an EU institution, the ECB should ensure that, in implementing its mandate in an independent fashion, its activities are in line with the EU's global commitments to "reduce the risks and impacts of climate change" and help "mobilis[e] climate finance". Since Eurosystem financing (of banks, also to support their role in providing credit to the real economy) can be characterised as "public funds", Article 9(3) of the Paris Agreement may be considered addressed to the Euro Area's central banks. » SMITS René, « Elaborating a Climate Change-Friendly Legal Perspective for the ECB », *SSRN*, 2021, p. 30. [« En tant qu'institution de l'UE, la BCE devrait veiller à ce que, dans le cadre de la mise en œuvre de son mandat de manière indépendante, ses activités soient conformes aux engagements internationaux de l'UE visant à « réduire les risques et les effets du changement climatique » et à contribuer à « mobiliser le financement de la lutte contre le changement climatique ». Étant donné que le financement de l'Eurosystème (des banques, également pour soutenir leur rôle dans l'octroi de crédits à l'économie réelle) peut être qualifié de « fonds publics », l'article 9, paragraphe 3, de l'accord de Paris peut être considéré comme s'adressant aux banques centrales de la zone euro. »] (traduction libre)

[385] « Even if the Paris Agreement does not contain direct obligations for the ECB, however, it is a clear expression of the commitment of the EU and the Member States to address climate change and as such can be relevant for the supporting role of the ECB. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 382. [« Même si l'Accord de Paris ne contient pas d'obligations directes pour la BCE, il exprime toutefois clairement l'engagement de l'UE et des États membres à lutter contre le changement climatique et, en tant que tel, peut être pertinent pour le rôle de soutien de la BCE. »] (traduction libre)

Conclusion du Chapitre II

Ce second chapitre a tenté de démontrer que les objectifs assignés à l'Eurosystème lui permettent et surtout lui imposent d'incorporer la question du réchauffement climatique à sa politique monétaire.

Nous avons vu dans la première section que l'objectif de stabilité des prix assigné à l'Eurosystème lui permet d'intégrer le dérèglement climatique à son action. Puis en nous penchant sur l'objectif secondaire nous avons vu qu'il était aussi de nature à permettre une inclusion du réchauffement climatique dans la politique de l'Eurosystème. En effet, les bouleversements économiques générés par le réchauffement climatique sont de nature à rendre la réalisation de l'objectif de stabilité des prix et des objectifs de l'Union dans leur ensemble beaucoup plus compliquée voire impossible à atteindre. Sur la base de cela, nous avons souligné que le concept de « neutralité de marché » guidant l'action de l'Eurosystème n'est plus approprié et qu'il faudrait peut-être le remplacer par le concept « d'efficacité de marché » proposé par Isabel Schnabel. Enfin, cette section fut l'occasion de montrer que l'objectif de protection de l'environnement revêt une véritable priorité dans l'ordre juridique européen et qu'en conséquence la BCE doit faire primer cet objectif sur les autres objectifs listés à l'article 3 du TUE.

La seconde section s'est quant à elle attachée à insister sur cette idée que l'Eurosystème a l'obligation d'intégrer la contrainte climatique à son action. À cette fin, nous avons vu qu'analysés à la lumière des effets du réchauffement climatique, les principes d'économie de marché et de proportionnalité ne font pas obstacle à cette intégration.

Puis, nous avons démontré que l'obligation de protection de l'environnement des articles 11 et 191 du TFUE renforce l'obligation d'intégration de la contrainte climatique à l'action de l'Eurosystème. En effet, le principe d'intégration posé à l'article 11 incorpore des objectifs de protection de l'environnement au mandat de l'Eurosystème. Le maintien de la stabilité des prix demeure l'objectif principal mais, l'Eurosystème se doit d'être en mesure de soutenir la protection de l'environnement

tout comme il doit soutenir les politiques économiques générales de l'Union. Enfin, nous avons établi que le fait que la BCE soit tenue de respecter l'Accord de Paris vient aussi à l'appui de cette démonstration.

CONCLUSION DE LA PARTIE I

Cette partie s'est attachée à montrer que l'article 127 paragraphe 1 du TFUE confère au SEBC un objectif principal, la stabilité des prix, et un objectif secondaire, qui correspond au soutien aux politiques économiques dans l'Union. Par conséquent, la prise en compte du changement climatique par l'Eurosystème n'est possible que si l'un et l'autre de ces objectifs le permettent.

Le paradigme économique dominant lors de la rédaction des traités considérait qu'assurer la stabilité des prix permet de contribuer de manière significative au bien-être général, à un niveau d'activité économique et d'emploi élevé et que c'est donc la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à l'économie. C'est pourquoi cet objectif de stabilité des prix s'est vu conférer un caractère principal et doit primer dans toutes les activités de politique monétaire du SEBC.
On a vu dans cette partie qu'œuvrer à la stabilité des prix est compris par l'Eurosystème comme le fait de lutter contre l'inflation. Cependant, le réchauffement climatique génère un risque très important, pour l'Eurosystème, d'être en grande difficulté, voire de ne pouvoir conduire correctement la politique monétaire de sorte à garantir la stabilité des prix.

Pourtant, le SEBC et la BCE estiment que la stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme, ce qui complique l'intégration de la question climatique à son action puisque les risques climatiques liés au réchauffement sont pour l'essentiel amenés à se matérialiser dans un avenir plus lointain. Cependant, on a vu qu'il serait possible pour l'Eurosystème d'adopter une combinaison d'horizons, l'un à moyen terme et l'autre plus lointain.
Un autre obstacle à la prise en compte du réchauffement climatique dans l'action du SEBC est le fait que ce dernier doit avoir une politique neutre vis-à-vis du marché. Toutefois, l'analyse du CSPP a montré que cette approche était pleine de biais et plaçait le SEBC dans une situation de contradiction avec les objectifs climatiques de l'Union Européenne. Situation contraire à l'article 7 du TFUE.

Pour ce qui est de l'objectif secondaire de soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, nous avons souligné que l'Eurosystème devrait regarder si parmi les différents instruments à sa disposition pour maintenir la stabilité des prix, certains peuvent aussi contribuer à la politique économique de l'Union et participer à la réalisation des objectifs de l'Union. Si pareil instrument existe, l'Eurosystème devrait alors le choisir pour mettre en place sa politique monétaire. À cet égard nous avons montré qu'au regard de la jurisprudence de la Cour de justice et des politiques économiques de l'Union, la question environnementale peut être considérée comme revêtant une réelle priorité par rapport aux autres objectifs.
Enfin, on a vu que le principe d'intégration posé à l'article 11 incorpore des objectifs de protection de l'environnement au mandat de l'Eurosystème et que la ratification par l'UE du traité de Paris inclut ce dernier au cadre légal que le SEBC doit respecter.

De ce qu'il précède, on peut conclure qu'au regard de son mandat, le SEBC a l'obligation d'intégrer la question climatique à son action et donc à sa politique monétaire. La prise en compte du risque climatique par le SEBC dans sa politique monétaire appelle donc à s'interroger sur les outils de politique monétaire qui sont à la disposition de ce dernier pour rendre son action compatible vis-à-vis de la problématique climatique. C'est l'exploration de ce point qui fera l'objet de la partie qui suit. Avant d'explorer plus avant la question du verdissement des outils de politique monétaire de l'Eurosystème, il convient de faire un bref tour d'horizon de la façon dont les autres grandes banques centrales se positionnent par rapport à la problématique du réchauffement climatique.

Dans un rapport comparant les mandats de 133 banques centrales, Simon Dikau et Ulrich Volz avancent que seulement 12% des banques centrales évaluées ont un mandat incluant explicitement la promotion du développement durable. À cela s'ajoute que 29% des mandats de banque centrale étudiés donnent pour mission à la banque de soutenir les objectifs politiques de leur gouvernement. Or, depuis l'accord de Paris et les objectifs de développement durable de l'ONU, les objectifs politiques d'un

gouvernement doivent tous inclure la durabilité vis-à-vis de l'environnement[386]. Cette mission étant toutefois souvent conditionnée à ce que cela n'impacte pas leur objectif principal qui est généralement la stabilité des prix. C'est ainsi que 54 banques centrales et unions monétaires ont un mandat prévoyant directement ou indirectement via les objectifs politiques de leur gouvernement de promouvoir la durabilité de l'économie. À l'inverse, 79 banques centrales et unions monétaires ne prévoient ni directement, ni indirectement d'objectif de durabilité dans leur mandat. Toutefois, parmi ces dernières, certaines ont commencé à aborder les risques liés aux changements climatiques malgré tout[387]. Pour illustrer ce point et à titre de comparaison avec les avancées récentes entreprises par l'Eurosystème, il convient ici de se pencher un instant sur la façon dont la Banque d'Angleterre et la FED incorporent la question climatique.

À titre liminaire, il est intéressant de souligner que les objectifs de la Banque d'Angleterre sont très proches de ceux de l'Eurosystème. En effet, le *Bank of England Act* de 1998 pose à sa section 11 qu'en ce qui concerne la politique monétaire, les objectifs de la Banque d'Angleterre sont les suivants

a) maintenir la stabilité des prix, et
b) sous réserve de cela, soutenir la politique économique du gouvernement de Sa Majesté, y compris ses objectifs en matière de croissance et d'emploi.[388]

On retrouve donc bien le mandat dual faisant de la stabilité des prix l'objectif principal et du soutien aux politiques économiques l'objectif secondaire.

Depuis le discours de Mark Carney, ancien Gouverneur de la Banque d'Angleterre, en 2015, la question du climat était restée très présente dans les réflexions

---

[386] VOLZ Ulrich, « Why two degrees matters to central banks », *Central Banking, Focus Report – Climate Change*, 2019.

[387] DIKAU Simon et VOLZ Ulrich, « Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance », *Ecological Economics*, 184, 2021.

[388] Traduction libre depuis « In relation to monetary policy, the objectives of the Bank of England shall be :

(a) to maintain price stability, and

(b) subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment. » « Bank of England Act », 1998.

de la Banque d'Angleterre. C'est finalement en mars 2021 que les choses se sont accélérées sur la question du mandat de la banque centrale anglaise. En effet le 3 mars, Rishi Sunak, le Chancelier de l'Échiquier, a procédé à une révision annuelle du mandat de la Banque d'Angleterre par le biais d'une lettre à Andrew Bailey, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, dans laquelle il place la question du climat comme une des priorités de la politique économique du pays[389]. Dans une lettre de réponse du même jour, Bailey souligne qu'il actualise le mandat du comité de politique monétaire afin de refléter la stratégie économique du gouvernement, qui vise à obtenir une croissance forte, durable et équilibrée, qui soit également respectueuse de l'environnement et compatible avec la transition vers une économie nette zéro[390].
On voit donc que l'Angleterre a officiellement décidé d'intégrer la question de l'environnement et du réchauffement climatique au mandat de sa banque centrale.

Pour ce qui est de la FED, bien qu'elle ait rejoint, puis quitté, le NGFS, on peut percevoir beaucoup plus de scepticisme ou d'hésitation. En effet, Lael Braimard, membre du conseil des gouverneurs de la FED de 2014 à 2023, a tenu des propos relativement engagés sur le sujet, pointant la nécessité pour la politique monétaire de prendre en considération la problématique climatique[391].
Cependant, Jérome Powell, l'actuel Président de la Réserve Fédérale, a, à de nombreuses reprises, exprimé beaucoup plus de réserves sur le sujet. Pour Powell, au mieux le réchauffement climatique est porteur d'enjeux pour la stabilité financière[392]

[389] SUNAK Rishi, « Remit and recommendations for the financial policy committee - Letter to Andrew Bailey », Chancellor of the Exchequer, sur *Bank of England* [en ligne], publié le 3 mars 2021, [consulté le 8 juillet 2025].

[390] BAILEY Andrew, « Remit for the monetary policy committee (MPC) - Letter to the Chancellor of the exchequer », sur *Bank of England* [en ligne], publié le 3 mars 2021, [consulté le 8 juillet 2025].

[391] BRAIMARD Lael, Why Climate Change Matters for Monetary Policy and Financial Stablity, [s. n.], 2019 BRAIMARD Lael, « Speech by Governor Brainard on the role of financial institutions in tackling the challenges of climate change », sur *Board of Governors of the Federal Reserve System* [en ligne], [consulté le 19 février 2021].

[392] POWELL Jérome, *Chair Powell's Press Conference*, sur *Federal Reserve* [en ligne], publié le 5 novembre 2020, [consulté le 8 juillet 2025].

mais il a sinon toujours considéré que du point de vue de la politique monétaire, le sujet ne rentrait pas dans le mandat de la FED[393].

En bref, à la lecture du rapport du NGFS « *Adapting central bank operations to a hotter world* »[394] publié en juillet 2024, on voit que dans le monde, nombreuses sont les banques centrales à avoir pris des mesures pour intégrer la problématique climatique à leurs actions. La Banque du Japon, la Banque populaire de Chine, la Banque de Malaisie et bien d'autres se sont toutes engagées d'une façon ou d'une autre sur cette voie. Dans la partie qui va suivre, on verra comment l'Eurosystème a, jusqu'à présent, procédé pour verdir ses outils de politique monétaire et si juridiquement ce processus est suffisant pour être en conformité avec son mandat tel que nous l'avons analysé dans cette première partie.

[393] « So, as I've mentioned, climate change is an important issue, a very important issue, but it's essentially assigned to many other agencies in the federal government and state governments for leadership on that. And, importantly, society's overall response to climate change needs to be decided by elected officials and not by the Fed. » POWELL Jérome, *Transcript of Chair Powell's Press Conference January 29, 2020* sur *Federal Reserve* [en ligne], publié le 29 janvier2020, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Ainsi, comme je l'ai mentionné, le changement climatique est une question importante, très importante, mais elle est essentiellement confiée à de nombreuses autres agences du gouvernement fédéral et des gouvernements des États. Et, surtout, la réponse globale de la société au changement climatique doit être décidée par les élus et non par la FED. »] (traduction libre). Voir aussi : POWELL Jérome, « Panel on "Central Bank Independence and the Mandate—Evolving Views" », Federal Reserve, 2023 ; MARSH Alastair, « Fed Blocks Tough Global Climate Rules for Wall Street Banks » [en ligne], *Bloomberg.com*, 3 avril 2024, [consulté le 13 avril 2024].

[394] Daniel Gybas et Caspar Siegert, « Adapting central bank operations to a hotter world: current progress and insights from practical examples », Network for Greening the Financial System Technical document, juillet 2024

Partie II- Les outils de verdissement de la Politique monétaire

« Le capitalisme est en train d'assurer sa propre disparition et il fait même ça très bien. »
Romain Gary, La nuit sera calme[395]

On a vu dans la partie qui précède que le mandat de l'Eurosystème lui imposait de prendre en considération la question climatique dans le cadre de la réalisation de ses objectifs.
L'article 127 prévoit en son paragraphe 2, que :
« Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :

- *Définir et mettre en œuvre la politique monétaire de l'Union ;*
- *Conduire les opérations de change conformément à l'article 219 :*
- *Détenir et gérer les réserves de change des Etats membres ;*
- *Promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. »*

Le paragraphe 5 de cet article ajoute que : « le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier ».

On a vu en introduction que les risques charriés par le changement climatique sont de nature à affecter la stabilité financière et on a souligné dans la partie qui précède qu'ils sont aussi de nature à compliquer la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. Régis Chemain explique que « la recherche de la stabilité des prix ne peut constituer une obligation de résultats pour le SEBC mais simplement une obligation de

[395] GARY Romain, *La nuit sera calme*, Gallimard, 1992, p. 87.

moyen »[396]. Cependant cet objectif doit être la motivation première de toute action entreprise par l'Eurosystème et c'est pourquoi la problématique climatique doit être intégrée dans l'élaboration de sa politique monétaire. En effet, c'est par le biais de sa politique monétaire que l'Eurosystème est censé parvenir à la stabilité des prix.
Conséquemment, on peut s'interroger sur la question de savoir comment opérer un tel verdissement de la politique monétaire de l'Eurosystème et surtout ce qu'en disent les textes applicables. On verra dans le développement qui va suivre qu'il est possible d'intégrer la problématique climatique dans la plupart des outils de politique monétaire conventionnels et non conventionnels.

Avant cela, on verra ce qu'il faut comprendre par politique monétaire. La CJUE explique au point 42 de son arrêt Gauweiler, que le TFUE « ne contient aucune définition précise de la politique monétaire mais définit à la fois les objectifs de la politique monétaire et les moyens dont dispose le SEBC pour mettre en œuvre cette politique ». Puis les juges européens ajoutent qu'« il ressort de la jurisprudence de la Cour que, en vue de déterminer si une mesure relève de la politique monétaire, il convient de se référer principalement aux objectifs de cette mesure. Les moyens que celle-ci met en œuvre en vue d'atteindre ces objectifs sont également pertinents »[397].
Nous avons vu en détail que les objectifs du SEBC étaient précisés à l'article 127 du TFUE et que cela renvoie à la stabilité des prix et au soutien des politiques économiques générales dans l'Union.
Pour ce qui est des moyens de mise en œuvre de la politique monétaire, l'arrêt Weiss de la CJUE souligne en son point 52 que le chapitre IV du protocole sur le SEBC et la BCE « énumère les instruments auxquels le SEBC peut avoir recours dans le cadre de la politique monétaire »[398]. Les juges ajoutent au point suivant qu'« il ressort de la jurisprudence de la Cour que, en vue de déterminer si une mesure relève de la politique monétaire, il convient de se référer principalement aux objectifs de cette mesure. Les

[396] CHEMAIN Régis, *L'Union économique et monétaire* [microfiche], A. Pedone, 1995, p. 362.
[397] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».
[398] CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 ».

moyens que celle-ci met en œuvre en vue d'atteindre ces objectifs sont également pertinents ».

En l'espèce, le chapitre IV des statuts prévoit que la BCE et les banques centrales nationales (BCN) peuvent ouvrir des comptes aux établissement de crédit, organismes publics et intervenants de marchés (article 17). L'article 18 énonce que la BCE et les BCN peuvent réaliser des opérations d'open market et l'article 19 prévoit qu'elles peuvent exiger que les banques constituent des réserves obligatoires. L'article 20 qu'il est possible de « recourir aux autres méthodes opérationnelles de contrôle monétaire ». L'article 21 reprend quant à lui l'interdiction de financement monétaire évoquée précédemment. À l'article 22, il est prévu que BCE et BCN peuvent accorder des facilités et réglementer les systèmes de compensation et de paiements. L'article 23, relatif aux opérations extérieures, prévoit les outils de la politique de change.

Dans son considérant 8, l'Orientation (UE) 2015/510 de la BCE du 19 décembre 2014, concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème, explicite cela en posant que « pour mettre en œuvre sa politique monétaire, l'Eurosystème recourt aux outils de politique monétaire suivants : il effectue des opérations d'open market, offre des facilités permanentes et assujettit les établissements de crédit à la constitution de réserves obligatoires sur des comptes ouverts dans ses livres. » L'article 3 de cette même Orientation dispose que

> *« 1. Les outils utilisés par l'Eurosystème pour mettre en œuvre la politique monétaire comprennent :*
> *a) les opérations d'open market ;*
> *b) les facilités permanentes ;*
> *c) les réserves obligatoires. »*

Ces trois outils sont traditionnellement considérés comme rentrant dans ce que l'on appelle la politique monétaire « conventionnelle ». À côté de ces instruments, l'Eurosystème a élaboré depuis la crise économique et financière de 2008 des mesures dites « non-conventionnelles » visant plus expressément à la relance du crédit et l'amélioration des conditions de transmission de la politique monétaire. C'est dans ce

cadre que sont apparues les opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO) et les programmes d'achat d'actif que l'on désigne souvent par APP ou *Quantitative Easing*.

Au regard de ces éléments, on peut donc s'interroger sur la façon dont on peut intégrer la question climatique à la politique monétaire. On parlera parfois de verdissement de la politique monétaire pour désigner cela. Il n'existe à notre connaissance pas de définition officielle de ce processus, mais il nous semble qu'une politique monétaire verte devrait chercher à atténuer et à s'adapter au changement climatique. Une politique monétaire verte doit aussi reconnaître la double matérialité dans laquelle elle se trouve. En effet, la politique monétaire a des effets sur le dérèglement climatique, et le réchauffement climatique a des effets sur la politique monétaire et notamment la stabilité des prix. Le verdissement de la politique monétaire pourrait aussi viser à aligner celle-ci sur l'objectif d'un réchauffement de 1.5°C posé par l'accord de Paris.
Enfin, bien que nous ne développions pas ce point, il nous semble que ce processus de verdissement devrait aussi incorporer le problème de l'effondrement de la biodiversité, car ce dernier est tout autant porteur de risques systémiques.

À partir du moment où l'on a montré que l'Eurosystème avait le mandat pour prendre en compte le réchauffement climatique, se pose aussi la question de savoir où placer le « curseur » du verdissement et du rôle que doit embrasser l'Eurosystème. On peut imaginer un rôle « curatif » qui se focaliserait uniquement sur les conséquences du réchauffement ou un rôle plus « préventif » dans lequel l'Eurosystème agirait plus en amont sur les causes. Autrement dit, le verdissement de la politique monétaire pourrait prendre plusieurs formes selon l'évaluation du risque climatique qui est faite. La banque centrale pourrait en effet adopter une approche neutre en avançant que les marchés intègrent de façon efficace ce sujet. Cependant, on sait que ce n'est absolument pas le cas et que les marchés sont restés dans un paradigme « *business as usual* » qui nous mène bien au-delà de 2°C de réchauffement. Les banques centrales pourraient donc adopter une approche visant à protéger leur bilan des risques climatiques

considérant ces risques comme n'importe quel risque financier ou opter pour une approche plus volontariste cherchant à orienter le marché vers une économie bas carbone[399].

Andrew McConnell explique que les banques centrales peuvent contribuer à l'atténuation des effets du changement climatique de diverses manières. Elles peuvent adopter une approche qu'il qualifie de passive et une approche active. Les mesures passives se cantonnent à la diffusion d'informations, l'élaboration d'outils permettant l'évaluation des risques ou la mise au point d'une taxonomie des actifs verts. Une approche active implique des interventions directes par le biais d'achat et de vente des titres ou en proposant des crédits à des taux d'intérêt différenciés en fonction de l'intensité en carbone des prêts ultérieurs[400].

Sans que l'on souhaite trancher le débat, il nous semble que ce sont les approches les plus volontaristes qui permettent à l'Eurosystème de respecter son

[399] « Afin de répondre à la question de la prise en compte des risques climatiques dans sa politique de collatéral, une banque centrale peut choisir entre trois options, en fonction de son évaluation de ces risques :

– Aucune mesure. (…) .

– Mesures de protection. Dans le cadre de cette approche, la banque centrale agit pour protéger son bilan des risques climatiques de la même manière qu'elle le ferait pour le protéger d'autres risques financiers, indépendamment de toute considération sur l'efficience des marchés. (…)

– Mesures proactives. Dans cette approche, la banque centrale recourt à sa politique de collatéral pour contribuer activement à la transition vers une économie bas carbone en influençant les pratiques et les prix de marché. » OUSTRY Antoine, ERKAN Bünyamin, SVARTZMAN Romain *et al.*, « Risques climatiques et Politique de Collatéral des Banques Centrales : une expérience méthodologique », *Revue économique*, 73, 2022, p. 177.

[400] « Central bank can contribute to climate mitigation in a variety of ways, both passively and actively. Passive measures involve the dissemination of information, developing standardised tools for evaluating risk, or coming up with a sound taxonomy for green assets. Active measures, on the other hand, involve direct interventions of the central bank, for example, through the buying and selling of particular securities or offering credit at differentiated interest rates based on carbon intensity of the subsequent loans. » MCCONNELL Andrew, YANOVSKI Boyan et LESSMANN Kai, « Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation », Social Science Research Network, 2020, p. 2. [« Les banques centrales peuvent contribuer à l'atténuation du changement climatique de différentes manières, à la fois de manière passive et active. Les mesures passives impliquent la diffusion d'informations, le développement d'outils standardisés pour l'évaluation des risques, ou l'élaboration d'une taxonomie solide pour les actifs verts. Les mesures actives, quant à elles, impliquent des interventions directes de la banque centrale, par exemple en achetant et en vendant des titres particuliers ou en offrant des crédits à des taux d'intérêt différenciés en fonction de l'intensité en carbone des prêts ultérieurs. »] (traduction libre)

mandat. Seule pareille démarche lui permettrait de contribuer à la tentative d'infléchir la présente trajectoire d'émission et donc de maintenir le climat à un niveau n'impliquant pas les bouleversements que l'on a évoqué en introduction. Bouleversements qui empêcheront le maintien de la stabilité des prix. Cette approche nous conduira à nous focaliser ici sur le verdissement des outils de politique monétaire et à ne pas aborder les missions complémentaires de l'Eurosystème.

On verra donc dans la partie qui suit comment l'Eurosystème pourrait verdir les outils de sa politique monétaire. Plus spécifiquement, on analysera cela au regard du corpus juridique qui encadre ces outils. Pour cela, il faut avoir à l'esprit que « La BCE dispose du pouvoir d'adopter des actes juridiques qui s'imposent aux BCN en produisant des effets de droit au sein de l'Eurosystème »[401].

L'article 132 du TFUE détaille les actes juridiques que peut adopter la BCE :

« 1. Pour l'accomplissement des missions qui sont confiées au SEBC, la Banque centrale européenne, conformément aux traités et selon les conditions fixées dans les statuts du SEBC et de la BCE :

- arrête des règlements dans la mesure nécessaire à l'accomplissement des missions définies à l'article 3.1, premier tiret, aux articles 19.1, 22 ou 25.2 des statuts du SEBC et de la BCE, ainsi que dans les cas qui sont prévus dans les actes du Conseil visés à l'article 129, paragraphe 4 ;

- prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC en vertu des traités et des statuts du SEBC et de la BCE ;

- émet des recommandations et des avis. »

L'article 34 des statuts reprend ces dispositions. Régis Chemain souligne que « les possibilités pour la BCE d'arrêter un règlement sont limitativement énumérées »[402]. Un règlement doit donc être adopté pour l'accomplissement de certaines missions telles que la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire, l'imposition de réserves obligatoires, la mise en place de systèmes de compensation et de paiement ainsi que

[401] MARTUCCI Francesco, *L'ordre économique et monétaire de l'Union européenne* [microfiche], Bruylant, 2015, p. 430.

[402] CHEMAIN Régis, *L'Union économique et monétaire* [microfiche], A. Pedone, 1995, p. 389.

les missions de contrôle prudentiel. Régis Chemain ajoute que les règlements ont une portée générale, qu'ils sont obligatoires dans tous leurs éléments et qu'ils sont directement applicables à chaque État membre[403]. On voit que la BCE peut aussi adopter des décisions, ce sont des actes qui sont également obligatoires, mais uniquement pour les destinataires qu'elle désigne. Le professeur Martucci explique que la BCE n'a pas eu recours de façon débridée au pouvoir réglementaire autonome dont elle dispose ce qui peut s'expliquer par une volonté de laisser une marge de manœuvre aux BCN[404]. Martucci précise que la BCE a préféré l'orientation au règlement, de sorte à « permettre que les relations avec les établissements financiers demeurent régies par des règlements ou des contrats des BCN, selon des traditions propres à chacune d'elle »[405]. En effet, les statuts précisent aussi à l'article 12.1 que :

> *« Le conseil des gouverneurs arrête les orientations et prend les décisions nécessaires à l'accomplissement des missions confiées au SEBC par les traités et les présents statuts. Le conseil des gouverneurs définit la politique monétaire de l'Union, y compris, le cas échéant, les décisions concernant les objectifs monétaires intermédiaires, les taux directeurs et l'approvisionnement en réserves dans le SEBC, et arrête les orientations nécessaires à leur exécution ».*

L'article 14.3 ajoute que les BCN : *« agissent conformément aux orientations et aux instructions de la BCE. Le conseil des gouverneurs prend les mesures nécessaires pour assurer le respect des orientations et des instructions de la BCE, et exige que toutes les informations nécessaires lui soient fournies ».*

Les orientations sont des textes adoptés par le conseil des gouverneurs, tandis que les instructions sont prises par le directoire, elles sont ensuite notifiées aux BCN et peuvent être publiées ou non. Ce sont des textes qui permettent de déterminer le cadre général de la politique monétaire que les BCN doivent appliquer et ainsi en assurer l'uniformité. Les instructions ont elles une portée moins générale, mais sont plus spécifiques et précises. Le professeur Martucci explique : « gages normatifs de l'unicité de la politique monétaire, les

[403] *Ibid.*, p. 390.

[404] MARTUCCI Francesco, *op. cit.*, p. 353.

[405] *Ibid.*, p. 354.

orientations et instructions représentent les instruments juridiques internes qui permettent à l'Eurosystème de fonctionner comme une entité unique »[406]. L'un et l'autre de ces textes sont des actes juridiques contraignants dont le non-respect peut entrainer des sanctions. Ces textes, nous le verrons, seront bien souvent le support de l'analyse qui va suivre, c'est pourquoi il nous paraissait utile d'en esquisser une présentation.

Pour des raisons pédagogiques, plus que juridiques, il nous semble qu'il convient de présenter le verdissement de la politique monétaire en distinguant les outils de politique monétaire conventionnelle, des outils de politique monétaire non conventionnelle. Cette distinction recouvre une réalité historique que nous avons évoquée ci-dessus et a un avantage pratique puisque le contexte macro-économique permet d'avoir une idée des outils disponibles. En effet, depuis la fin de l'épidémie de COVID et le début du conflit russo-ukrainien, la période de faible, voire très faible inflation qu'avait connu l'Europe, semble révolue. En septembre 2022, la BCE estimait que l'inflation moyenne dans la zone euro était de 9,9% et qu'elle allait même jusqu'à 24% en Estonie[407]. Ce qui a conduit à une normalisation de la politique monétaire. Cependant, dans la perspective d'agir contre le réchauffement climatique, nous verrons que les outils non-conventionnels demeurent pertinents.

Nous nous pencherons donc d'abord sur les outils de politique monétaire conventionnelle en nous interrogeant sur la façon dont ils pourraient être utilisés pour verdir la finance et donc lutter contre le réchauffement climatique (Chapitre I). On parle de mesures conventionnelles, car il s'agit des outils que l'Eurosystème utilise depuis sa création. Ces mesures sont les opérations de refinancement, la facilité permanente de prêts et de dépôts, et les réserves obligatoires. Ce développement sera l'occasion de se pencher sur la métrique qui sous-tend la cible d'inflation, puis de nous intéresser aux garanties qui sont remises à l'Eurosystème pour bénéficier de prêts.

[406] *Ibid.*, p. 431.

[407] EUROPEAN CENTRAL BANK, « Measuring inflation - HICP », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 7 février 2022, [consulté le 26 octobre 2022].

Ensuite, nous nous intéresserons aux réserves que l'Eurosystème exige de ses contreparties.

Nous verrons dans le chapitre suivant que les outils de politique monétaire non conventionnelle sont également très porteurs pour tenter d'orienter les marchés financiers vers les secteurs moins émetteurs de CO2 et les dissuader de financer les secteurs les plus carbonés (Chapitre II). Les programmes d'achats, comme le CSPP que nous avons déjà eu l'occasion d'évoquer feront l'objet d'un développement plus complet. Suite à cela, nous nous intéresserons au concept de monnaie hélicoptère. Enfin, nous verrons comment les opérations ciblées de refinancement de long terme ou *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO) pourraient évoluer de sorte à inclure la problématique climatique.

Avant cela, et à titre préliminaire, il nous semble utile de nous intéresser au processus de création monétaire lui-même en le mettant en perspective avec la question climatique. Nous verrons alors que remonter à la racine de la création monétaire pourrait être un puissant levier pour verdir la finance en permettant de lutter contre le financement des projets les plus polluants et en allouant des fonds aux secteurs décarbonés. Pour désigner l'évolution du processus de création monétaire que nous allons envisager, nous parlerons donc de politique monétaire « néo non-conventionnelle ».

CHAPITRE PRÉLIMINAIRE : POUR UNE MISE EN PERSPECTIVE DU PROCESSUS DE CRÉATION MONÉTAIRE, VERS UNE POLITIQUE MONÉTAIRE « NÉO NON-CONVENTIONNELLE »

« La monnaie est, avant tout,
un moyen subtil de lier
le présent à l'avenir. »
John Maynard Keynes[408]

Dans un rapport de 2021, plusieurs ONG dont notamment *Reclaim Finance,* révélaient qu'entre 2016 et 2020, les 60 plus grandes banques privées du monde ont financé les combustibles fossiles à hauteur de 3 800 milliards de dollars[409]. Le rapport explique que depuis l'adoption de l'Accord de Paris en 2015, la tendance générale du financement des combustibles fossiles va toujours dans la mauvaise direction. Ce rapport souligne qu'il est en particulier inquiétant de constater que les grandes banques ont injecté plus d'argent dans le secteur des énergies fossiles en 2020 qu'en 2016, alors

[408] Traduction libre depuis « Money is, above all, a subtle device for linking the present to the future. » KEYNES, John Maynard, « The General Theory of Employment, Interest and Money », in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 7, ed. ROBINSON Austin, MOGGRIDGE Donald, *Cambrige University Presse*, 2013, p. 294

[409] « Fossil fuel financing dropped 9% last year, parallel to the global drop in fossil fuel demand and production due to the COVID-19 pandemic. And yet 2020 levels remained higher than in 2016, the year immediately following the adoption of the Paris Agreement. The overall fossil fuel financing trend of the last five years is still heading definitively in the wrong direction, reinforcing the need for banks to establish policies that lock in the fossil fuel financing declines of 2020, lest they snap back to bu siness-as-usual in 2021. » RECLAIM FINANCE, RAINFORST ACTION NETWORK, BANKTRACK *et al.*, « Banking on Climante Chaos », 2021, p. 4. [« Le financement des combustibles fossiles a chuté de 9 % l'année dernière [2020], parallèlement à la baisse mondiale de la demande et de la production de combustibles fossiles due à la pandémie de COVID-19. Pourtant, les niveaux de 2020 sont restés plus élevés qu'en 2016, l'année qui a immédiatement suivi l'adoption de l'Accord de Paris. La tendance globale du financement des combustibles fossiles au cours des cinq dernières années reste définitivement dans la mauvaise direction, ce qui renforce la nécessité pour les banques de mettre en place des politiques qui verrouillent les baisses de financement des combustibles fossiles de 2020, de peur qu'elles ne reviennent au statu quo en 2021. »] (traduction libre)

même que 2020, en raison de la crise de la Covid-19 et des confinements successifs, a été une année particulièrement compliquée pour l'industrie des énergies fossiles[410].

Si on regarde au cas par cas, *Reclaim Finance* montre que depuis fin 2015, chaque année JPMorgan Chase est la pire banque avec 317 milliards de dollars de financement octroyés aux combustibles fossiles, dont 51.3 milliards en 2020[411]. En France, c'est BNP Paribas qui occupe la première place, avec 40,8 milliards de dollars de financement alloués au secteur des énergies fossiles en 2020, soit une hausse de 41% par rapport à 2019. Les financements accordés à ce secteur ont même augmenté de 141% par rapport à 2016[412]… Crédit Agricole a également augmenté ses financements au secteur fossile de 7,8 milliards en 2020, par rapport à 2019, soit une augmentation de 66%. Pour la Société Générale, c'est plus 4,4 milliards, soit une augmentation de 30%. Cette augmentation permet donc au Crédit Agricole et à Société Générale de passer des 21e et 19e place au classement des "pires" financeurs du secteur des énergies fossiles aux 12e et 11e place en 2020[413].

Si l'on décortique ces financements en fonction des sous-secteurs des énergies fossiles, on voit que Morgan Stanley et BNP Paribas ont toutes deux augmenté leurs financements dans le secteur des sables bitumineux en 2016 et 2020. On constate aussi que sur les cinq dernières années BNP Paribas est le principal financeur de projets d'exploitation de pétrole et de gaz en offshore. À l'exception de banques chinoises, les institutions financières ayant le plus contribué au financement de l'extraction du charbon sont Crédit Suisse, Deutsche Bank et JPMorgan Chase qui ont toutes trois davantage octroyé de financement au secteur du charbon en 2020 qu'en 2016[414]. On pourrait multiplier ainsi les exemples sous-secteur par sous-secteur, banque par banque etc. pour illustrer que l'industrie financière n'a pas, ou trop peu, intégré le problème du réchauffement climatique à ses activités de financement.

---

[410] *Ibid.*, p. 5.

[411] *Ibid.*, p. 7.

[412] *Ibid.*

[413] *Ibid.*, p. 8.

[414] *Ibid.*

Ce comportement n'est en rien nouveau, Andreas Malm avance que depuis la toute première COP, en 1995 à Berlin, « les émissions annuelles de CO2 dans le monde ont augmenté de 60 pour cent. ». Il ajoute que « l'Allemagne a continué à sortir de terre chaque année près de 200 millions de tonnes de lignite – le plus sale de tous les combustibles fossiles[415]. »

Malm explique aussi qu'aujourd'hui, il est possible de calculer ce qu'il appelle les « émissions engagées », c'est-à-dire les émissions de CO2 engendrées par les projets que l'on finance aujourd'hui si l'infrastructure financée fonctionne telle que prévue[416]. Plusieurs équipes de scientifiques se sont essayés à ce calcul pour voir à combien ces émissions engagées s'élèvent et vers quel réchauffement elles nous conduisent.

Dans une étude de 2019, Dan Tong et ses collègues ont conclu que les émissions engagées par les centrales électriques déjà en fonctionnement suffiront à provoquer un réchauffement de la planète de plus 1,5°C, et ce, sans compter ni l'extraction, ni le transport, ni la déforestation induites par et nécessaires à leurs fonctionnements. Ils estiment que, si elles sont exploitées comme par le passé, les infrastructures énergétiques à combustibles fossiles existantes émettront cumulativement à peu près 658 gigatonnes de CO2 et que plus de la moitié de ces émissions devraient être générées par le secteur de l'électricité. Ils ajoutent que si l'on se penche sur les centrales électriques en projet (planifiées, autorisées ou en cours de construction), alors la quasi-totalité du budget carbone pouvant être libéré de sorte à laisser la planète en deçà des 2°C de réchauffement, serait consommée. En effet, elles émettraient environ 188 gigatonnes de CO2 supplémentaires. Par conséquent, les émissions engagées par les infrastructures énergétiques déjà existantes et en projet (environ 846 gigatonnes de CO2) représentent plus que la totalité du budget carbone restant si le réchauffement moyen doit être limité à 1,5°C et peut-être les deux tiers du budget carbone restant si le réchauffement moyen doit être limité à moins de 2°C[417]. Ils concluent donc que, très

---

[415] MALM Andreas, *Comment saboter un pipeline*, la Fabrique, 2020, p. 9.

[416] *Ibid.*, p. 38.

[417] « Committed emissions from existing and proposed energy infrastructure (about 846 gigatonnes CO_2) thus represent more than the entire carbon budget that remains if mean warming is to be limited to 1.5 degrees Celsius (°C) with a probability of 66 to 50 per cent (420–580 gigatonnes CO_2), and perhaps two-thirds of the remaining carbon budget if mean warming is to be limited to less than 2 °C (1,170–1,500 gigatonnes CO_2). » TONG Dan, ZHANG Qiang, ZHENG Yixuan *et al.*, « Committed

peu de nouvelles infrastructures émettrices de CO2 peuvent être mises en service, voire aucune, et que les infrastructures existantes pourraient même devoir être retirées prématurément si l'on souhaite respecter les objectifs de l'Accord de Paris.

En 2018, une étude conduite par Alexandre Pfeiffer considérait que les émissions engagées par les centrales électriques déjà en fonctionnement (environ 300 gigatonnes de CO2) suffisent à nous amener au-delà des 2°C et que les centrales se trouvant à divers stades du processus de planification ajouteraient presque 270 gigatonnes de CO2. Ils vont jusqu'à conclure que si l'humanité souhaite respecter les objectifs de l'Accord de Paris, non seulement il est indispensable de ne pas mettre en service les centrales en construction, mais il faudrait qu'environ 20% du parc actuellement en exploitation soit abandonné[418].

Enfin, une autre étude de 2018 axée elle sur les centrales à charbon explique que l'actuelle infrastructure liée au charbon plus les projets afférents à ce mode de production d'électricité suffiront à eux seuls à dépasser l'objectif des 2°C[419].

---

emissions from existing energy infrastructure jeopardize 1.5 °C climate target », *Nature*, 572, Nature Publishing Group, 2019, p. 373. [« Les émissions engagées pour les infrastructures énergétiques existantes et proposées (environ 846 gigatonnes de CO2) représentent donc plus de la totalité du budget carbone restant si le réchauffement moyen doit être limité à 1,5 degré Celsius (°C) avec une probabilité de 66 à 50 % (420-580 gigatonnes de CO2), et peut-être les deux tiers du budget carbone restant si le réchauffement moyen doit être limité à moins de 2 °C (1.170-1.500 gigatonnes de CO2).»] (traduction libre)

[418] « We find that even though the growth of emission commitments has slowed down in recent years, currently operating generators still commit us to emissions (~300 GtCO2) above the levels compatible with the average 1.5 ◦C–2 ◦C scenario (~240 GtCO2). Furthermore, the current pipeline of power plants would add almost the same amount of additional commitments (~270 GtCO2). Even if the entire pipeline was cancelled, therefore, ~20% of global capacity would need to be stranded to meet the climate goals set out in the Paris Agreement. » PFEIFFER Alexandre, HEPBURN Cameron, VOGT-SCHILB Adrien *et al.*, « Committed Emissions from existing and planned power plants and asset stranding required to meet the paris agreement », *Environmental researche letters*, 2018, p. 1. [« Nous constatons que même si la croissance des engagements en matière d'émissions s'est ralentie ces dernières années, les centrales électriques actuellement en activité nous engagent encore à des émissions (environs 300 GtCO2) supérieures aux niveaux compatibles avec le scénario moyen 1,5°C-2°C (environs 240 GtCO2). En outre, la filière actuelle de centrales électriques ajouterait presque la même quantité d'engagements supplémentaires (environs 270 GtCO2). Même si l'ensemble du projets était annulé, il faudrait donc que environs 20 % de la capacité mondiale soit arrêté pour atteindre les objectifs climatiques fixés dans l'Accord de Paris. »] (traduction libre)

[419] « Plans to build new coal-fired power capacity would likely undermine the credibility of some countries' (Intended) Nationally Determined Contributions submitted to the UNFCCC. If all the coal-fired power plants that are currently planned were built, the carbon budget for reaching the 2 ◦C temperature target would nearly be depleted. » EDENHOFER Ottmar, STECKEL Jan Christoph, JAKOB Michael *et al.*, « Reports of Coal's terminal decline may be exagerated », *Environmental researche letters* [en ligne], publié le 7 février 2018, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Les projets de

Par conséquent, et au regard de la marge de manœuvre extrêmement contrainte qui demeure si l'on souhaite respecter l'objectif de 1,5°C ou 2°C de réchauffement, il est nécessaire d'interroger non seulement la façon que les banques commerciales ont d'octroyer des prêts mais plus radicalement le bien fondé de leurs pouvoirs de création monétaire.

Pour ce faire, nous commencerons par présenter le fonctionnement actuel de création monétaire (Section I), puis nous mettrons en évidence qu'en réalité au cours de l'histoire ce processus a été très largement privatisé (Section II). Enfin, nous défendrons l'idée que l'impératif climatique pourrait requérir que l'on repense ce système de sorte à rendre le pouvoir de création monétaire à une entité publique (Section III).

construction de nouvelles capacités de production d'électricité à partir du charbon risquent de compromettre la crédibilité des contributions (intentionnelles) déterminées au niveau national que certains pays ont soumises à l'UNFCCC. Si toutes les centrales au charbon actuellement prévues étaient construites, le budget carbone permettant d'atteindre l'objectif de 2°C de température serait presque épuisé. »] (traduction libre)

Section I- La création monétaire : entre banques privées et banque centrale

Si l'on s'intéresse au processus de création monétaire dans une perspective historique, on note qu'il a relevé tantôt plutôt du souverain ou de la puissance publique en général, tantôt plutôt du secteur privé. Jézabelle Couppey-Soubeyran et Pierre Delandre expliquent qu'au Moyen Âge « les pièces sont frappées dans les hôtels des monnaies et autres ateliers accrédités par le souverain, à partir des métaux qui y sont apportés par leurs propriétaires. La monnaie était donc, à cette époque, émise par des propriétaires privés avec la garantie de la taille et de l'aloi par les ateliers du souverain. Ces établissements imposaient des droits pour le façonnage, ainsi qu'un impôt appelé « droit de seigneuriage ». »[420]

Ce régime féodal de création monétaire qui reposait sur l'accréditation du souverain va évoluer vers une monnaie plus bancaire avec l'introduction des lettres de change pour répondre à la crainte d'une pénurie de monnaie alors que le commerce connaît une forte expansion. Cependant, cette monnaie bancaire va connaître plusieurs crises dues notamment à des excès d'émission de monnaie papier entrainant des faillites bancaires. Pour rétablir la confiance dans la monnaie et pour « assurer le souverain qu'il ne viendra pas à manquer de monnaie pour mener ses guerres[421] », seront créées les premières banques centrales. Norbert Olszak explique bien que la plupart des banques centrales voient le jour « dans l'orbite des monarques » essayant de trouver des ressources financières supplémentaires pour faire face aux besoins financiers en perpétuelle augmentation des États modernes, mais surtout « aux coûts extraordinaires des guerres livrées par les États-nations, et bien sûr aussi aux principes du mercantilisme »[422].

[420] COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et DELANDRE Pierre, « La transition monétaire. Pour une monnaie au service du bien commun », Institut Veblen & Etopia, 2021, p. 11, [consulté le 19 mai 2021].

[421] *Ibid.*, p. 12.

[422] OLSZAK Norbert, *Histoire des banques centrales*, Presses universitaires de France, 1998, p. 13.

Depuis lors, le régime actuel de création monétaire n'a finalement pas évolué tant que cela, puisque le pouvoir de création monétaire peut encore être considéré comme partagé entre banques commerciales et banque centrale. Dominique Dron, Etienne Espagne et Romain Svartzman expliquent bien que « la plupart des pays ont aujourd'hui une monnaie qui est à la fois publique par la souveraineté nationale qu'elle révèle et privée par son mode principal d'émission (la monnaie étant créée par les banques commerciales lorsqu'elles accordent un prêt) et la possibilité de son accumulation »[423].Ce qu'il faut bien comprendre, c'est qu'il existe deux catégories de monnaie, la monnaie fiduciaire qui comprend les pièces et les billets, et la monnaie scripturale, c'est à dire de la monnaie inscrite sous forme d'écriture sur des comptes bancaires. Cette seconde forme de monnaie représente près de 90% de la monnaie en circulation et est principalement créée par les banques commerciales (I), à l'inverse de la monnaie fiduciaire qui est aujourd'hui pour sa part intégralement créée par la banque centrale, bien que cette dernière ne se limite pas à créer de la monnaie fiduciaire (II).

[423] DRON Dominique, ESPAGNE Etienne et SVARTZMAN Romain, « Une monnaie au service des communs ? » [en ligne], *Esprit Presse*, mars 2020, [consulté le 22 octobre 2020].

I- Les banques commerciales et la création monétaire

La monnaie scripturale est créée par les banques commerciales lorsque des agents économiques contractent un prêt auprès d'elle. Autrement dit, lorsqu'une banque privée accorde un crédit, que ce soit à un individu ou une entreprise par exemple, la somme qui est inscrite sur leur compte est créée par la banque créancière. C'est pourquoi l'on dit que « les crédits font les dépôts ». Cette somme de monnaie sera ensuite détruite au fur et à mesure que le montant du prêt sera remboursé. Pour désigner la monnaie créée par les banques commerciales, on évoquera ici parfois la « monnaie commerciale » ou la « monnaie privée » par opposition à la « monnaie centrale », qui elle est créée par la Banque centrale qu'on appelle parfois « banque de premier rang » par opposition à l'expression « banque de second rang » qui désigne une banque commerciale.

Pierre Delandre et Jézabelle Couppey-Soubeyran expliquent que « c'est la demande de crédit au secteur bancaire qui entraîne la création monétaire : on est dans un régime de monnaie endogène, encastré dans le marché du crédit, donc dans la dette. La monnaie est créée « scripturalement » au moment où la banque octroie le crédit, octroi qui se base exclusivement sur des critères économiques et financiers[424]. » Ils soulignent que la monnaie est donc toujours temporaire et a toujours une dette comme contrepartie et qu'en conséquence la masse monétaire fluctue, elle varie à la hausse ou à la baisse en fonction de l'octroi et du remboursement des crédits. L'objectif de la politique monétaire des banques centrales est justement de jouer sur cette masse monétaire de sorte à lutter contre l'inflation et à garantir la stabilité des prix (pour ce qui est de l'Eurosystème).

De nos jours, le pouvoir de création monétaire des banques commerciales est limité par des obligations de respect de certains ratios de fonds propres. Les banques commerciales sont en effet « soumises à des régulations qui leur imposent notamment de détenir du capital en proportion des dépôts qu'elles créent ou de la taille de leur

[424] COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et DELANDRE Pierre, *op. cit.*, p. 14.

bilan[425]. » À l'initiative du Comité de Bâle, des ratios internationaux de solvabilité ont été édictés. Ces ratios obligent les banques à avoir des fonds propres à une hauteur proportionnelle de leurs engagements risqués. En 1998, les accords de « Bâle I » imposaient aux banques de respecter un ratio de 8%, on parlait de ratio Cooke. En 2004, les accords de « Bâle II » ont remplacé ce ratio par le ratio Mc Donough qui « englobe trois types de risque : le risque de crédit, le risque de marché (risque de pertes résultant des fluctuations des prix des instruments financiers) et le risque opérationnel (risque de pertes provenant de processus internes inadéquats ou défaillants, de personnes et systèmes ou d'événements externes) »[426]. Suite à la crise financière de 2008, les accords de « Bâle III » ont prévu en 2010 de renforcer la qualité et la quantité de fonds propres des banques.

En parallèle de ce pouvoir de création monétaire qu'ont les banques commerciales, les banques centrales demeurent des actrices importantes dans le processus.

[425] LE HÉRON Edwin, *À quoi sert la Banque centrale européenne?*, La Documentation française, 2013, p. 67.

[426] *Ibid.*, p. 179.

II- La banque centrale et la création monétaire

De par sa politique monétaire, la banque centrale va influencer le processus de création de la monnaie commerciale et ainsi chercher, soit à faire augmenter, soit faire diminuer la masse monétaire. L'augmentation de la masse monétaire est perçue comme ayant un effet plutôt inflationniste, tandis qu'une réduction de la masse monétaire est censée avoir un effet déflationniste. Traditionnellement, une banque centrale va, pour ce faire, utiliser ses taux directeurs. On verra dans le chapitre suivant que les politiques monétaires dites « non conventionnelles » ont permis aux banques centrales de s'affranchir, en partie, de l'intermédiaire des banques commerciales pour jouer sur la masse monétaire.

Comme l'explique Edwin Le Héron la banque centrale créer la monnaie centrale qui sert principalement aux paiements entre les banques commerciales[427]. Pour ce faire, la banque centrale dispose de deux vecteurs principaux : « acheter (ou vendre) des titres financiers, et prêter à des institutions financières (principalement des banques)[428]. » Eric Monnet développe aussi qu'en théorie, hormis si une loi limite ce pouvoir, la banque centrale peut créer de la monnaie comme bon lui semble. Pour ce qui est de la BCE, celle-ci n'est, dans l'exercice de son pouvoir de création monétaire, tenue que par son objectif de stabilité des prix.

Monnet ajoute qu'historiquement les banques ont pu voir leur pouvoir de création monétaire entravé, soit par un plafond fixé légalement quant au nombre de billets qu'elles pouvaient imprimer, soit « par un ratio entre la monnaie et les dépôts bancaires au passif et les titres financiers internationaux à l'actif[429] » lorsqu'il y avait un régime d'étalon-or ou étalon-argent.

Pour respecter ces ratios de fonds propres évoqués ci-dessus ainsi que leurs obligations en matière de réserves obligatoires, les banques commerciales se prêtent des euros, certaines étant excédentaires, d'autres déficitaires.

---

[427] *Ibid.*, p. 67.

[428] MONNET Eric, *La Banque-providence*, Seuil et La République des Idées, 2021, p. 35.

[429] *Ibid.*, p. 38.

Il existe plusieurs taux auxquels les banques commerciales se prêtent. Rémi Pellet explique que « le taux auquel les banques se prêtent de l'argent au jour le jour était appelé en zone euro, le taux EONIA, pour *Euro OverNight Index Average*, il a été remplacé fin 2019 par le taux €STR pour *Euro short term rate*. Le taux Euribor, pour *Euro Interbank Offered Rate*, correspond à des maturités plus longues : un, trois, six, neuf, douze mois[430]. » Cependant, la banque centrale peut aussi prêter aux banques commerciales déficitaires et le taux auquel elle va leur prêter est ce qu'on appelle le taux directeur. Pellet ajoute qu' :

> *« En augmentant ses taux directeurs la Banque centrale rend plus onéreux les emprunts des banques qui ne peuvent que répercuter sur leurs clients la hausse, ce qui a pour effet de réduire la demande et par là même le risque d'inflation. À l'inverse, une baisse des taux permet de soutenir la croissance puisque les Banques commerciales peuvent alors offrir à leurs clients des crédits à faibles taux. Les taux directeurs ont également un effet sur les cours du change car, plus le taux directeur est élevé, plus la demande pour cette monnaie est importante[431]. »*

Autrement dit, par l'intermédiaire de son taux directeur la banque centrale va jouer sur le taux auquel les banques commerciales prêtent aux agents économiques. Ainsi, lorsque la banque centrale souhaite faire augmenter la masse monétaire, et conséquemment augmenter l'inflation, elle va baisser son taux directeur. Ce faisant, les banques commerciales vont abaisser ce qu'on appelle le taux interbancaire, c'est à dire le taux moyen auquel une banque commerciale prête à une autre banque commerciale. En abaissant ainsi le coût du crédit pour les banques commerciales, ces dernières peuvent diminuer le taux d'intérêt qu'elles pratiquent aux agents économiques et donc rendre le crédit plus attractif de sorte à octroyer plus de prêts et donc faire augmenter la masse monétaire en circulation.

[430] PELLET Rémi, *Droit financier public*, PUF, 2018, p. 674.

[431] *Ibid.*

Inversement, lorsque la banque centrale augmente son taux directeur, elle cherche en bout de course à dissuader le crédit et à faire diminuer la masse monétaire pour *in fine* faire baisser l'inflation. Par exemple, Paul Volcker, le directeur de la Réserve fédérale des États-Unis, de 1979 à 1987, pour faire baisser l'inflation consécutive aux chocs pétroliers, a décidé d'augmenter le taux directeur de la FED de 9 à 19%, on parle à cet égard de « doctrine Volcker » ou « choc Volcker ».

Pour être précis, il nous faut souligner ici qu'il existe plusieurs taux directeurs : le taux de refinancement (A), le taux de prêt marginal (B) et le taux de la « facilité de dépôt » (C).
Ces trois taux directeurs permettent à l'Eurosystème de piloter le taux du marché interbancaire (D) de la façon la plus fine possible et ainsi de faire que les taux pratiqués par les banques commerciales suivent bien l'orientation donnée par la politique monétaire[432].

A) Le taux de refinancement

Le taux de refinancement est appelé dans le jargon « le taux de refi ». La FED dispose d'un équivalent qu'on appelle le taux de « *repurchase operations* » ou « taux de repo ». Ce taux de refinancement est utilisé pour les opérations d'« *open market* », c'est à dire les opérations effectuées aux conditions de marché[433]. Ces opérations visent à octroyer un prêt aux banques commerciales en échange d'une garantie que l'on appelle « collatérale » (notion qui sera évoquée plus longuement dans cette Partie).
Les opérations d'open market visant à l'octroi d'un prêt à court terme sont appelées « opérations principales de refinancement » ou MRO pour *Main Refinancing Operations*[434]. En l'espèce, il s'agit d'appels d'offres ayant lieu sur une base

[432] BANQUE DE FRANCE, « Les taux directeurs » [en ligne], *ABC économie - mot de l'actu*, 2021, [en ligne], publié le 25 juin 2025, [consulté le 8 juillet 2025].

[433] « Les opérations d'open market », sur *Banque de France* [en ligne], publié le 6 octobre 2016, [consulté le 6 avril 2022].

[434] *Ibid.*

hebdomadaire (tous les mardis pour la BCE) et proposant des prêts pour une durée d'une semaine. Ces prêts constituent ainsi un outil de refinancement et donc de pilotage des taux d'intérêt à court terme[435].

Les prêts ayant une durée plus longue tombent dans la catégorie des « opérations de refinancement à plus long terme » ou LTRO pour *Longer-Term Refinancing Operations*, on y reviendra dans le chapitre suivant, car ils constituent aussi la base d'outils de politique monétaire non conventionnelle. Ils sont également proposés sous forme d'appels d'offres et ne pouvaient excéder 3 mois jusqu'en 2007. Mais à partir de cette date, l'Eurosystème s'est mis à proposer « des maturités plus nombreuses et plus longues, allant jusqu'à 3 ans »[436].

B) Le taux de prêt marginal

Si les banques commerciales ont un besoin plus urgent de liquidité, elles peuvent faire un emprunt pour 24 heures, mais le taux appliqué sera plus élevé. Il s'agit du taux de prêt marginal, qu'on appelle plus communément « taux marginal » ou « facilité de prêt marginal ».
Cette possibilité est offerte par l'Eurosystème n'importe quand, donc pas seulement les jours où l'Eurosystème réalise classiquement ses opérations d'open market. Ce taux « constitue la valeur plafond du taux du marché monétaire au jour le jour »[437].

C) Le taux de la « facilité de dépôt »

Enfin, l'Eurosystème propose ce que l'on appelle le taux de la « facilité de dépôt » (ou taux DFR pour *Deposit Facility Rate*), qui rémunère les dépôts qu'effectuent les banques commerciales chaque jour auprès des banques centrales de l'Eurosystème. Si les banques commerciales disposent d'un excédent de liquidités,

[435] PELLET Rémi, *Droit financier public*, PUF, 2018, p. 674.
[436] *Ibid.*
[437] *Ibid.*

elles peuvent le déposer pour 24 heures auprès de la banque centrale qui les rémunéra donc au taux de la facilité de dépôt. Ce taux constitue la valeur plancher du taux du marché monétaire et fut négatif de 2014 à 2022 et s'établissait à 4% en septembre 2023[438].

D) Taux interbancaire

Au sein de l'Eurosystème, de 1999 à 2009, le taux interbancaire, qu'on appelait à l'époque EONIA évoluait entre le taux de la facilité de dépôt (valeur plancher) et le taux de la facilité de prêt marginal (valeur plafond), et était dans les faits très proches du taux MRO. En effet, les banques commerciales n'ont aucun intérêt à pratiquer un taux d'intérêt inférieur à celui de la facilité de dépôt ou à emprunter à un taux supérieur au taux de valeur marginal. Si le taux EONIA s'avérait inférieur aux taux de dépôt proposé par l'Eurosystème, les banques commerciales ayant un excédent de liquidité aurait intérêt à le déposer auprès d'une des banques centrales de l'Eurosystème et non auprès d'une banque commerciale pour profiter d'un meilleur rendement et d'un risque moindre. Corrélativement, si le taux EONIA était supérieur au taux de prêt marginal offert par la BCE, une banque commerciale en besoin de liquidité aurait avantage à emprunter auprès de la BCE et non auprès d'une banque commerciale[439]. C'est pourquoi on parle de « corridor » des taux d'intérêt.

À partir de 2009 et la mise en place des politiques non conventionnelles, l'excédent de liquidité dans l'économie va s'accroire provoquant une sorte de décrochage du taux EONIA qui va alors plutôt évoluer entre le taux MRO et le taux DFR. Puis, à partir de 2016, le taux EONIA va être constamment plus ou moins égal à DFR. En 2019 le taux €STER a remplacé le taux EONIA et concomitamment on va observer, chose assez étrange, que le taux €STER va passer sous le taux DFR. Processus qui s'explique par le fait que les banques commerciales étaient sollicitées pour placer les liquidités très abondantes qui se trouvaient sur le marché. Ce qu'elles vont faire en les plaçant à la facilité de dépôt et en se rémunérant

[438] BANQUE DE FRANCE, « Les taux directeurs » [en ligne], *ABC économie - mot de l'actu*, [en ligne], publié le 25 juin 2025, [consulté le 8 juillet 2025].

[439] PELLET Rémi, *op. cit.*, p. 674.

pour ce faire environ 10 points de base. D'où le fait qu'à partir de 2019, lorsque le taux DFR était à 4% par exemple, le taux Ester était lui à environ 3,9%. Avec le resserrement de la politique monétaire et la diminution de l'excédent de liquidité, cet écart est amené à se réduire[440].

On voit donc que dans ce contexte d'excédent de liquidité, les taux sur le marché monétaire se sont fixés au niveau, voire même sous le taux de la facilité de dépôt, on est donc passé d'un pilotage en « corridor » (entre la facilité de dépôt et la facilité de prêt) à un pilotage en « floor » (aligné sur le taux de la facilité de dépôt).

On comprend donc qu'en usant de ses taux directeurs, la banque centrale peut influer sur le taux que les banques commerciales vont appliquer aux prêts qu'elles consentent et ainsi jouer sur la masse monétaire, donc sur l'inflation, mais ce sont bien les banques commerciales qui *in fine* créent l'essentiel de la monnaie.

[440] BANQUE DE FRANCE, « Les taux directeurs », sur *ABC de l'économie* [en ligne], publié le 25 juin 2025, [consulté le 8 juillet 2025].

Section II- Vers une délégation de la création monétaire

Pour bien comprendre le processus qui a abouti au système que l'on vient de présenter, il est nécessaire de faire un détour historique en s'appuyant notamment sur les travaux de Christine Desan. On verra que c'est en Angleterre à l'initiative de la *Bank of England* en particulier que ce processus s'est enclenché (I). On montrera ensuite que plus récemment des tentatives pour une privatisation plus prononcée de la monnaie ont été développées par des théoriciens comme Friedrich Hayek par exemple. Tentatives qui ont inspiré ce que l'on voit aujourd'hui avec l'émergence des « cryptomonnaies » (II).

I- La révolution monétaire du XVIIe et ses conséquences

La fin du XVIIe siècle en Angleterre voit s'opérer une profonde refondation de la façon dont la monnaie est créée. On passe d'un régime féodal où le gouvernement fait payer le processus de frappe donnant cours légal à une pièce, à un système dans lequel le pouvoir de création monétaire est détenu par une banque privée qui octroie des prêts à intérêts au gouvernement et bientôt aux individus (A). Pour Christine Desan, ce changement est porteur de conséquences fondamentales. Selon elle, la monnaie est un processus qui organise et oriente les individus, qui permet le commerce et les échanges, et qui, telle que nous la connaissons a une capacité tout à fait singulière à donner une valeur matérielle reconnue, comme une norme, ainsi qu'à permettre l'échange de manière sélective. *In fine*, ces caractéristiques affectent la manière dont les individus évaluent les biens et services sur le marché (B).

A) Transfert ou abandon du pouvoir de création monétaire par le souverain

David Graeber, explique que la Banque d'Angleterre a été créée par un consortium de marchands ayant offert au roi Guillaume III un prêt de 1,2 million de livres pour l'aider à financer la guerre contre la France tout en le convainquant de les autoriser, en retour, à constituer une compagnie qui pourrait émettre des billets par lesquels ils promettraient de payer la somme que le roi leur devait. S'intéressant de près à cet événement, Christine Desan considère qu'en cette fin de XVIIe siècle, l'Angleterre est en réalité en train de connaître une révolution monétaire majeure. En effet, le gouvernement a commencé à frapper le métal en pièces gratuitement, et surtout à payer des investisseurs pour qu'ils lui prêtent de l'argent sous la forme de billets de banque qui pourraient circuler et ainsi fonctionner comme un mode de paiement[441].

[441] « The 17th century opened with the money that the English had used since the Middle Ages. People carried metal coin that had been purchased at the mint and they accepted tallies that anticipated revenues due to the government, passing them on or cashing them in. By the end of the century, the English exchanged news forms of currency. Their cash included coin minted free of charge and Bank notes. Their public debt took novel shape interest-bearing instruments that could be traded easily and impersonally. » DESAN Christine, *Making money*, Oxford University Press, 2014, p. 231. [« Le 17e siècle s'ouvre avec la monnaie que les Anglais utilisent depuis le Moyen Âge. Les gens portaient des pièces de métal achetées à la Monnaie et ils acceptaient les comptes qui prévoyaient les revenus dus au

Puis, le gouvernement a autorisé les banques à multiplier l'argent en leur permettant de fournir des prêts aux particuliers sur la base de la monnaie et de la dette publique qu'elles détenaient. Ce faisant, le gouvernement a partagé son monopole de création monétaire, tout en se réservant le pouvoir de définir l'unité de compte, mais en permettant aux banques de répandre cette unité sur du papier et en faisant du profit. Dès lors, le gouvernement s'est désormais mis à payer la monnaie dont il avait besoin, et non plus à vendre les liquidités qu'il créait. Desan note d'ailleurs que la population anglaise a commencé à utiliser des pennies en grande partie car elle devait s'en servir pour s'acquitter de ses impôts auprès du gouvernement. En effet, la valeur de la monnaie résidait précisément dans la promesse du gouvernement de dépenser et taxer dans l'unité monétaire en question, de la maintenir comme mesure et de l'imposer comme moyen de paiement.[442] Sur ce point, David Graeber ajoute « qu'il s'agisse d'argent pur, d'argent altéré, de jetons de cuir ou de morue séchée, cela ne fait aucune différence réelle – tant que l'État est prêt à l'accepter en paiement de ses impôts. Car tout ce que l'État est prêt à accepter devient, pour cette raison même, de la monnaie[443]. »

Une fois que la monnaie a fonctionné pour s'acquitter de ses impôts, la monnaie a également offert une mesure et un mode de paiement que les gens pouvaient faire circuler entre eux. C'est au regard de cela que Desan considère que la monnaie n'est catégoriquement ni publique, ni privée, mais qu'elle prend effet par l'action de chacun sur l'autre.[444] Dans une perspective plus contemporaine, Stefan Eich abonde dans ce

---

gouvernement, les transmettant ou les encaissant. À la fin du siècle, les Anglais échangeaient de nouvelles formes de monnaie. Leur argent liquide comprenait des pièces frappées sans frais et des billets de banque. Leur dette publique prenait une nouvelle forme : des instruments portant intérêt qui pouvaient être échangés facilement et de manière impersonnelle. »] (traduction libre)

[442] « The value common to each cash, from coin to Bank notes, lay in a public promise, (…) it was the promise to spend and tax in the unit, maintain it as the measure, an enforce it as the medium that marked it as money. » *Ibid.*, p. 14. [« La valeur commune à chaque monnaie, de la pièce de monnaie aux billets de banque, résidait dans une promesse publique, (…) c'était la promesse de dépenser et de taxer dans l'unité, de la maintenir comme mesure et de l'appliquer comme moyen qui l'ériger ait comme monnaie. »] (traduction libre)

[443] GRAEBER David Rolfe, *Dette*, Actes sud, 2016, p. 62.

[444] « (…) Those forces become part of the debate over money's design; people's decisions about money create or diminish demand; their agency shapes the flow of money in and out of supply. Money is neither public nor private in a categorical sense; it gains effect through the action of each on the other. (…) Along the way, money also made daily life. The English population began to use pennies in part

sens et explique que l'État moderne en est venu essentiellement à s'appuyer sur des acteurs privés pour fournir le bien public qu'est la monnaie. Cependant, dans le même temps, la monnaie contemporaine, même sous forme de prêts ou de dépôts bancaires, n'est jamais entièrement privée, car elle est finalement garantie par la banque centrale en tant que superviseur du système bancaire.[445]

Dans la mutation qu'analyse Desan, un autre point est particulièrement important. Pendant des siècles, le gouvernement faisait payer l'argent aux citoyens, pièce par pièce, lorsqu'ils lui achetaient des pièces de monnaie. Or, à la fin du XVIIe, le gouvernement se met à utiliser ses recettes pour emprunter de l'argent à intérêt auprès de la Banque d'Angleterre en laissant cette dernière conserver les profits.[446] Elle note que cette nouvelle façon de créer de la monnaie autorisait ainsi un consortium d'investisseurs à émettre des billets à profit et donc que créer la monnaie a commencé à dépendre directement des décisions des investisseurs. Dans ce nouvel ordre, le gouvernement est devenu une partie qui empruntait constamment à intérêt pour financer

---

because they owed their rulers in that coin. But once it worked for that purpose, money also offered a measure and mode of payment that people could circulate between themselves. » DESAN Christine, *op. cit.*, p. 8. [« Ces forces font partie du débat sur la conception de l'argent ; les décisions des gens concernant l'argent créent ou diminuent la demande ; leur agence façonne le flux d'argent entrant et sortant de l'offre. L'argent n'est ni public ni privé dans un sens catégorique ; il prend effet par l'action de chacun sur l'autre. (...) En cours de route, l'argent a également fait la vie quotidienne. La population anglaise a commencé à utiliser des pennies en partie parce qu'elle devait de l'argent à ses souverains dans cette monnaie. Mais une fois qu'elle a fonctionné à cette fin, la monnaie a également offert une mesure et un mode de paiement que les gens pouvaient faire circuler entre eux. »] (traduction libre)

[445] « Put in terms of political theory, modern state essentially came to rely on private actors to provide the public good of money. Modern money, even in the form of bank loans or deposits, is at the same time never fully private but ultimately guaranteed by the central bank as the supervisor of the banking system. » EICH Stefan, *The currency of politics*, Princeton University Press, 2022, p. 14. [« Du point de vue de la théorie politique, l'État moderne s'est essentiellement appuyé sur des acteurs privés pour fournir le bien public qu'est la monnaie. L'argent moderne, même sous la forme de prêts ou de dépôts bancaires, n'est en même temps jamais entièrement privé, mais garanti en dernier ressort par la banque centrale en tant que superviseur du système bancaire. »] (traduction libre)

[446] « For centuries, the government had charged people for money, piece by piece, as they bought coin from the mint or accepted tallies for specie. Now, the government used general revenue to borrow cash at interest from the Bank. The Bank kept the profits, no longer passing on a portion to noteholders. » DESAN Christine, *op. cit.*, p. 327. [« Pendant des siècles, le gouvernement a fait payer l'argent aux citoyens, pièce par pièce, lorsqu'ils achetaient des pièces de monnaie à la Monnaie ou acceptaient des pointages/escomptes pour la monnaie. Désormais, le gouvernement utilisait ses recettes pour emprunter de l'argent à un taux d'intérêt auprès de la Banque d'Angleterre. La Banque conservait les profits, et n'en reversait même plus une partie aux détenteurs de billets. »] (traduction libre)

ses dépenses plutôt qu'une collectivité qui utilisait sa capacité unique d'anticiper les impôts.[447] Pour Desan, le capitalisme est justement apparu lorsqu'un gouvernement a institutionnalisé la possibilité d'un profit en tant que moteur de la création de l'argent et de la dette.[448]

Cette évolution dans le partage du pouvoir de création monétaire créait un privilège unique pour la Banque d'Angleterre qui se voyait alors octroyer un monopole dans un domaine que l'État partageait pour la première fois. Cependant, le gouvernement britannique a fini par la nationaliser au milieu du XXe siècle. Or, à cette époque, la « licence de création monétaire » avait déjà été accordée à bien d'autres banques privées.[449] En effet, dans la seconde moitié du XIXe siècle, les banques commerciales se sont imposées comme des actrices centrales de la création monétaire. De nos jours, Desan estime que la monnaie fabriquée par le secteur bancaire

---

[447] « While the practices that constituted the novel way of representing value were rooted in public debt, they licensed a new agent, an investment consortium, to issue notes at a profit. "Making money" thus depended directly on the decisions of investors. In those circumstances, the matter that later generations might call monetary policy seemed to be a function of the market, although it stood atop a public base. » *Ibid.*, p. 329. [« Bien que les pratiques qui constituaient cette nouvelle façon de représenter la valeur étaient ancrées dans la dette publique, elles autorisaient un nouvel agent, un consortium d'investisseurs, à émettre des billets à profit. « Créer la monnaie » dépendait donc directement des décisions des investisseurs. Dans ces circonstances, ce que les générations suivantes appelleront la politique monétaire semblait être une fonction du marché, même si elle reposait sur une base publique. »] (traduction libre)

[448] « "Capitalism" came when a government institutionalized interest in a material profit as the engine – the pump – that made money as well as debt. » *Ibid.*, p. 296. [« Le "capitalisme" est apparu lorsqu'un gouvernement a institutionnalisé l'intérêt pour un profit matériel en tant que moteur - la pompe - qui fabrique l'argent ainsi que la dette. »] (traduction libre)

[449] « But the arrangement nevertheless granted an astonishing privilege to the Bank of England: the Bank now benefitted from money creation based on public debt, a monopoly the state shared for the first time. The British government eventually reclaimed the profits form the Bank, nationalizing it in the mid-20th century. By that time, however, the British government had bestowed the license to create money on another set of private actors. Since the 18th century, commercial banks have effectively charged individuals for enlarging the money supply, accommodated by the Bank of England and recognized as money creators in English law.» *Ibid.*, p. 428. [« Mais l'arrangement accordait néanmoins un privilège étonnant à la Banque d'Angleterre : la Banque bénéficiait désormais du privilège de création monétaire basée sur la dette publique, un monopole que l'État partageait pour la première fois. Le gouvernement britannique a fini par récupérer les bénéfices de la Banque, en la nationalisant au milieu du 20e siècle. À cette époque, cependant, le gouvernement britannique avait accordé la licence de création monétaire à tout un autre groupe d'acteurs privés. Depuis le XVIIIe siècle, les banques commerciales ont effectivement fait payer les particuliers pour l'augmentation de la masse monétaire, accommodée par la Banque d'Angleterre et reconnue comme créatrice de monnaie dans la loi anglaise. »] (traduction libre)

représenterait plus de 95 % de la masse monétaire.[450] Par ailleurs, cette innovation a également conduit à ce que la masse monétaire augmente considérablement. Corrigée de l'inflation, la masse monétaire était environ 65 fois plus importante en 2009 qu'elle ne l'était à la veille de la création de la Banque d'Angleterre en 1694. Sans correction de l'inflation, la masse monétaire a été multipliée par environ 8000.[451] Autrement dit, depuis le XVIIIe siècle et plus encore dans les siècles suivants, les banques commerciales ont fait payer les particuliers pour l'augmentation de la masse monétaire. Elles sont devenues les principaux agents de création monétaire dans l'économie moderne en raison de cette architecture monétaire.[452]

Le Doyen Carbonnier avait d'ailleurs bien compris cela lorsqu'il expliquait que :

> *« C'est que les rapports de droit monétaire sont des rapports triangulaires, où les particuliers ne sont jamais seuls entre eux, parce que l'Etat y est toujours présent. Une présence qui, de nos jours, est rendue manifeste par le papier-monnaie – même si, à l'inverse, le développement de la monnaie scripturale paraît amorcer une privatisation du système. »*[453]

---

[450] « In the second half of the 19th century, commercial banks established themselves as powerhouses of money creation when they created checkable deposits in the unit of account. In the modern world, the currency made by the banking sector would comprise over 95 percent of the money stock. » *Ibid.*, p. 420. [« Dans la seconde moitié du XIXe siècle, les banques commerciales se sont imposées comme des centrales de création monétaire en créant des dépôts vérifiables dans l'unité de compte. Dans le monde moderne, la monnaie créée par le secteur bancaire représenterait plus de 95 % de la masse monétaire. »] (traduction libre)

[451] « The money stock skyrocketed. Adjusted for inflation, it was about 65 times larger in 2009 than it had been on the eve of the Bank of England's establishment. (Unadjusted, the money stock has expanded something like 8000-fold.). Moreover, commercial banks provide more than 95% of that supply; our cash mainly takes the» DESAN Christine A., « The Constitutional Approach to Money », in *Money Talks: Explaining How Money Really Works*, Social Science Research Network, 2017, p. 23. [« La masse monétaire est montée en flèche. Corrigée de l'inflation, elle était environ 65 fois plus importante en 2009 qu'elle ne l'était à la veille de la création de la Banque d'Angleterre. (Non ajustée, la masse monétaire a été multipliée par 8000). En outre, les banques commerciales fournissent plus de 95 % de cet approvisionnement ; nos liquidités prennent principalement la forme de billets de banque. »] (traduction libre)

[452] DESAN Christine, « Creation Stories: Myths About the Origins of Money », Harvard Law School, 2013, p. 22.

[453] CARBONNIER Jean, « Nomos, Numisma, variation sur le droit monétaire », in *Mélanges à la mémoire de Michel A. Dendias*, [s. n.], 1978.

B) Conséquences du processus de création monétaire à l'œuvre

Là où les travaux de Desan sont particulièrement intéressants, c'est en ce qu'ils montrent que la façon dont la monnaie est créée a une importance capitale. Desan insiste sur le fait que le procédé par lequel la monnaie est « fabriquée » est structurant et qu'il peut bouleverser le monde en privant des millions de personnes de travail, redistribuer les richesses et dominer la politique. Desan considère que la crise de 2008 a, à bien des égards, été provoquée par la conception moderne de la monnaie et que cette conception a ensuite fourni la principale stratégie pour agir sur cette crise.[454] Elle observe que la monnaie apparaît comme une activité destinée à organiser un monde matériel.[455]

Pour elle, la monnaie est donc tout sauf un instrument neutre exprimant des relations économiques objectivables ou un simple intermédiaire entre ces relations. Desan explique que la monnaie est une méthode de représentation et de déplacement des ressources au sein d'un collectif et qu'elle est destinée à être une activité visant à organiser un monde matériel.[456] Elle suggère que la monnaie est un type particulier de projet de gouvernance, conçue pour un monde matériel et qui fonctionne en intervenant

---

[454] « It was neither the first nor the most traumatic of the dramas generated by the way money is made. But with an urgency born of global meltdown, the crisis demonstrated that how money is made matters. It can – it did – turn the world upside down, shake millions out of work, redistribute wealth, and dominate politics. (…) Money's modern design in many ways caused the crisis; it then supplied the main strategy to act on that crisis. » DESAN Christine, *Making money*, Oxford University Press, 2014, p. 4. [« Ce n'était ni le premier ni le plus traumatisant des drames générés par la façon dont l'argent est fabriqué. Mais avec une urgence née de l'effondrement mondial, la crise [de 2008] a démontré que la façon dont l'argent est fabriqué est importante. Elle peut - et elle l'a fait - bouleverser le monde, priver des millions de personnes de travail, redistribuer les richesses et dominer la politique. (...) La conception moderne de l'argent a, à bien des égards, provoqué la crise ; elle a ensuite fourni la principale stratégie pour agir sur cette crise. »] (traduction libre)

[455] « Money, whether we look at its origins in a community or its continuous renewal there, appears as an activity designed to organize a material world. » *Ibid.*, p. 6. [« La monnaie, que l'on considère ses origines dans une communauté ou son renouvellement continu dans celle-ci, apparaît comme une activité destinée à organiser un monde matériel. »] (traduction libre)

[456] « According to its practice, money is not a neutral instrument that expresses "the economic relations between objectives… in abstract quantitative terms, without itself entering into those relations." Rather, money is a method of representing and moving resources within a collective. *Ibid.*, p. 23. [« Selon sa pratique, la monnaie n'est pas un instrument neutre qui exprime "les relations économiques entre objectifs... en termes quantitatifs abstraits, sans entrer lui-même dans ces relations". L'argent est plutôt une méthode de représentation et de déplacement des ressources au sein d'un collectif. »] (traduction libre)

sur la façon dont les individus se lient aux ressources et aux choses et que ce système distribue les coûts et bénéfices en conséquence.[457] En effet, la monnaie est un moyen de mobiliser des ressources dans un collectif, un moyen créé lorsque qu'une personne avance une valeur en nature à une autre en échange d'une unité représentant cette avance.[458]

Sur ce point, sa pensée est très proche de celle de Michel Foucault dans « Leçons sur la volonté de savoir ». En s'appuyant sur la situation de la Grèce antique, Foucault explique que l'institution de la monnaie, n'est pas simplement une mesure de l'échange, mais qu'elle a surtout été instaurée comme un instrument de distribution, de réparation et de correction sociale.[459] D'ailleurs, Stefan Eich explique que selon Aristote, « la monnaie peut consolider les relations civiques en égalisant les citoyens, en maintenant le système politique, en servant de mesure de justice politique et en cultivant la sagesse pratique et la délibération. »[460] Foucault ajoute que « les premiers grands usages de la monnaie apparaissent comme internes à la cité : prélèvement des

[457] « Those sources suggest that money is a particular kind of governance project, one designed for a material world. (…) Making money is therefore a material project: it proceeds by intervening into the way people relate to resources and it distributes profits and costs as it does. » *Ibid.*, p. 24. [« Ces sources suggèrent que l'argent est un type particulier de projet de gouvernance, conçu pour un monde matériel. (...) Créer de l'argent est donc un projet matériel : il procède en intervenant sur la manière dont les gens se relient aux ressources et il distribue les bénéfices et les coûts en conséquence. »] (traduction libre)

[458] « Money is a means of mobilizing resources across a collective, one created when people advance in-kind value to a stakeholder in return for a unit that represents that advance. The process both entails material value – the advance to the stakeholder is real – and converts it into a form that everyone else recognizes – the advance holds independent value because it offers a countable measure that can be transferred to make final payments. » DESAN Christine, « Creation Stories: Myths About the Origins of Money », Harvard Law School, 2013, p. 22. [« L'argent est un moyen de mobiliser des ressources au sein d'une collectivité, créé lorsque des personnes avancent une valeur en nature à une partie prenante en échange d'une unité qui représente cette avance. Le processus implique une valeur matérielle - l'avance à la partie prenante est réelle - et la convertit en une forme reconnue par tous les autres - l'avance a une valeur indépendante parce qu'elle offre une mesure dénombrable qui peut être transférée pour effectuer d'autres paiements. »] (traduction libre)

[459] FOUCAULT Michel, *Leçons sur la volonté de savoir suivi de Le savoir d'Oedipe*, Éditions Points, 2021, p. 162.

[460] Traduction libre depuis : « According to Aristotle, currency can groung civic relations, by equalizing citizens, maintain the polity by serving as a measure of political justice, and cultivate practical wisdom and deliberation. » EICH Stefan, *The currency of politics*, Princeton University Press, 2022, p. 26.

impôts sans doute, distributions d'argent de la part des tyrans, estimation des fortunes, classification des citoyens et hiérarchie de leur droits politiques selon leur fortune[461]. » Michel Foucault insiste aussi sur le fait que la monnaie est liée au pouvoir et que son apparition est liée à la constitution d'un nouveau type de pouvoir, « un pouvoir qui a pour raison d'être d'intervenir dans le régime de la propriété, dans le jeu des dettes et des acquittements. D'où le fait qu'elle apparaît toujours en même temps qu'une forme « extraordinaire » de pouvoir politique : tyran, législateur[462]. »

Pour Foucault, le rôle politique de la monnaie est bien déterminé :
« Par le signe monétaire, la richesse a l'air de circuler, de se distribuer et de se partager selon des voies qui sont à la fois celles de la nature et de l'habilité, de la nécessité et de la chance ; mais en fait le pouvoir se conserve. »[463]
Foucault explique que la monnaie est « l'instrument d'un pouvoir qui est en train de se déplacer (tout en se conservant) et qui assure, par un jeu de régulations nouvelles, le maintien d'une domination de classe. »[464]
Cependant, pour lui la monnaie est aussi un instrument de régulation de la cité qui permet d'éviter, via la distribution de monnaie, que les pauvres ne deviennent trop pauvres et par l'impôt, que les riches ne deviennent trop riches. Selon Foucault « la monnaie est bien *metron* – un instrument de mesure –, mais en ce sens qu'elle empêche l'excès, la *pleonexia*, le trop avoir. »[465] Lors de ce cours au collège de France, Foucault expliqua que « si la monnaie a rapport à la vérité c'est parce qu'elle est instrument de régulation, de correction, de rectification sociale. »[466] Desan et Foucault font donc émerger le caractère politique de la monnaie et son absence totale de neutralité pour les sociétés qui en usent.

[461] FOUCAULT Michel, *op. cit.*, p. 168.
[462] *Ibid.*, p. 172.
[463] *Ibid.*, p. 173.
[464] *Ibid.*, p. 174.
[465] *Ibid.*, p. 176.
[466] *Ibid.*, p. 178.

Pour le dire autrement, selon Desan, la monnaie serait un processus organisant et réorientant les individus. Processus qui, plutôt que d'émerger du commerce et des échanges, permet le commerce et les échanges. En cela, elle rejoint aussi Foucault qui explique que l'usage de la monnaie a d'abord été essentiellement autre que marchand. Il estime que « l'essence mercantile de la monnaie n'est point sa racine historique » et que « la monnaie n'a pas été instituée « dans l'échange de produits », tout au plus peut-on dire qu'elle s'y est « développée ». »[467]

La monnaie telle que nous la connaissons a selon Desan une capacité unique à impliquer une valeur matérielle reconnue comme une norme et à permettre l'échange de manière sélective. En effet, la monnaie a modifié les possibilités d'échanges individuels de manière très particulière en influençant la valeur relative des biens dont le prix est fixé par elle. Desan nous dit qu'en bref, la monnaie fait le marché et s'y intègre pleinement.[468] Elle considère que la même logique s'applique à la création continue de la monnaie, c'est à dire sa mise en circulation et son retrait, puisque les changements dans la quantité de monnaie affectent les prix à long terme des biens d'une manière qui n'est pas neutre.[469] Christine Desan souligne que les particularités du processus de création monétaire, que ce soit son contenu matériel, sa dénomination, sa sensibilité au changement, sa potentielle fragilité, voire la politique qu'elle implique,

---

[467] *Ibid.*, p. 171.

[468] « Money makes the market and fully enters into it. » DESAN Christine, *Making money*, Oxford University Press, 2014, p. 23. [« La monnaie fait le marché et y entre pleinement.»] (traduction libre)

[469] « The claim of neutrality is incongruous to money's practice. According to that record, money is created by a political intervention: it carries material value by changing the way people relate to resources and it distributes costs and profits as it does so. (…) The process is made literal in money's history: money changed the possibilities for governance and individual exchange alike in very particular ways. By that circumstance, money's design influences the relative value of goods priced in it. The same logic applies to money's continued creation –its entry into circulation and withdrawal. Changes in money's quantity therefore also logically affect the long-term prices of goods in ways that are not neutral. » *Ibid.*, p. 432. [« La prétention à la neutralité est incongrue par rapport à la pratique de la monnaie. Selon celle-ci, la monnaie est créée par une intervention politique : elle est porteuse d'une valeur matérielle en changeant la façon dont les gens se rapportent aux ressources et, ce faisant, elle distribue les coûts et les profits. (…) Ce processus est rendu littéral par l'histoire de la monnaie : la monnaie a modifié les possibilités de gouvernance et d'échange individuel de manière très particulière. De ce fait, la conception de la monnaie influence la valeur relative des biens dont le prix est fixé par elle. La même logique s'applique à la création continue de la monnaie - sa mise en circulation et son retrait. Les changements dans la quantité de monnaie affectent donc aussi logiquement les prix à long terme des biens d'une manière qui n'est pas neutre. »] (traduction libre)

affectent la manière dont les individus évaluent les biens et services sur le marché.[470] Elle considère donc que la monnaie n'est pas une abstraction mais un phénomène constitutionnel (« *constitutional phenomenon* »). La monnaie telle que nous la connaissons aujourd'hui a libéré ceux qui l'ont conçu de certains problèmes, mais elle en a créé d'autres comme des approches oppressives des dettes souveraines ou l'octroi de privilèges exorbitants, et selon elle, largement inconsidérés, au secteur bancaire.[471]

Ce point est central si, comme on le fait ici, on part de l'hypothèse que vis-à-vis de la problématique climatique l'actuel processus de création monétaire est inadapté à apporter une solution. Pire, qu'il contribue très grandement à aggraver le réchauffement à l'œuvre. Cette hypothèse nous conduira à développer des propositions pour repenser la monnaie comme un bien de nature plus publique qu'elle ne l'est actuellement. Cependant, des tentatives de privatisations plus complètes de la monnaie sont aussi à l'œuvre.

[470] « All the peculiarities of the way money is made – its material content; its denominations; its susceptibility to change; the fragility of finance it imports, even the politics it implies – affect the way that people value items in the market. » *Ibid.*, p. 433. [« Toutes les particularités de la fabrication de la monnaie - son contenu matériel, ses dénominations, sa sensibilité au changement, la fragilité des finances qu'elle génère, voire la politique qu'elle implique - affectent la manière dont les gens évaluent les articles sur le marché. »] (traduction libre)

[471] « Money is not an abstraction but a constitutional phenomenon; it is a malleable practice loaded with determinations that selectively institutionalize certain relations, assign roles, and distribute profits. Modern money released those who designed it from certain problems but it has created others, including oppressive approaches to sovereign debt cycles, credit-induced booms and busts, the grant of enormous and largely unconsidered privileges to the banking sector, and trends toward inequality that destroy the archaic dream of money as a path toward just exchange. Acknowledging money's internal design helps illuminate the way towards its reform. » DESAN Christine A., « The Constitutional Approach to Money », in *Money Talks: Explaining How Money Really Works*, Social Science Research Network, 2017, p. 26. [« La monnaie n'est pas une abstraction mais un phénomène constitutionnel ; c'est une pratique malléable chargée de déterminations qui institutionnalisent sélectivement certaines relations, attribuent des rôles et distribuent des profits. La monnaue moderne a libéré ceux qui l'ont conçu de certains problèmes, mais il en a créé d'autres, notamment des approches oppressives des cycles de la dette souveraine, des booms et des krachs induits par le crédit, l'octroi de privilèges énormes et largement inconsidérés au secteur bancaire, et des tendances à l'inégalité qui détruisent le rêve archaïque de l'argent en tant que voie vers un échange juste. Reconnaître la dessin interne de la monnaie permet d'éclairer la voie vers sa réforme. »] (traduction libre)

II- Vers une privatisation renforcée : Friedrich Hayek et les « cryptomonnaies »

Il nous semble, comme nous le développerons ci-dessous, que l'impact du processus de création monétaire sur le climat ne peut être arrêté qu'en donnant à la puissance publique un plus grand rôle dans celui-ci, de sorte à ne pas laisser au marché la possibilité de continuer à financer aveuglément les secteurs les plus polluants. En effet, Stuart Kirk, responsable de l'investissement responsable chez HSBC, a déclaré en mai 2022 que le changement climatique n'était pas un risque financier à propos duquel les investisseurs devaient s'inquiéter.[472] Dans le même sens Larry Fink, le PDG de BlackRock, a aussi déclaré en mai 2022 qu'il ne soutiendrait pas les résolutions d'actionnaires faisant la promotion d'une plus grande intégration des questions climatiques par l'entreprise, estimant que ce n'est pas aux entreprises de faire « la police de l'environnement. »[473] Ces exemples illustrent qu'il faut relativiser la confiance que certains voudraient placer dans la bonne volonté des entreprises pour procéder à une transition de leurs activités vers des activités durables. Plus encore, il nous semble au contraire qu'on ne peut attendre que les entreprises en général et le secteur financier en particulier se responsabilisent d'eux même vis-à-vis de leurs comportements à l'égard du réchauffement climatique. De notre point de vue, ne pas laisser les marchés financiers financer les activités les plus polluantes doit conduire à s'interroger sur qui détient le pouvoir de créer la monnaie et à prôner un retour de la puissance publique dans cet espace.

---

[472] MUNDY Simon et TEMPLE-WEST Patrick, « What HSBC's Stuart Kirk got right », *Financial Times*, 30 mai 2022.

[473] « Capitalism has the power to shape society and act as a powerful catalyst for change. But businesses can't do this alone, and they cannot be the climate police. That will not be a good outcome for society. » FINK Larry, *Letter to CEOs*, Sur *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, [en ligne], publié le 19 janvier 2022 [consulté le 8 juillet 2025]. [« Le capitalisme a le pouvoir de façonner la société et d'agir comme un puissant catalyseur de changement. Mais les entreprises ne peuvent pas le faire seules, et elles ne peuvent pas jouer le rôle de gendarme du climat. Ce ne serait pas une bonne chose pour la société. »] (traduction libre). Voir aussi : GOLLA Mathilde, « Larry Fink, patron de Black Rock, prend un virage à 180 degrés sur le rôle des entreprises dans la lutte contre le changement climatique », sur *Novethic Essentiel* [en ligne], [consulté le 16 juin 2022].

Cependant, on ne peut ignorer qu'il existe aussi des courants contraires souhaitant d'avantage privatiser le processus de création monétaire. D'abord, dans le champ théorique, Hayek avait plaidé pour une privatisation totale de la monnaie (A). Puis, plus concrètement, l'avènement de ce que l'on appelle communément les « cryptomonnaies » ou les « crypto-actifs » a fait apparaitre un type d'actif qui pourrait revendiquer le titre de monnaie tout en étant de nature complètement privée (B). Il ne s'agit pas ici de faire un inventaire exhaustif de cela, mais simplement d'esquisser les pourtours d'un courant d'inspiration libérale, voir libertarienne, reposant sur la confiance dans le marché et la propriété privée.

À l'origine de ces mouvements plus contemporains visant à « dépolitiser » la monnaie et sans doute aussi à la « dé-démocratiser », il y a sans doute la pensée de John Locke. En effet, Eich explique que pour Locke, le langage et la monnaie partageaient une instabilité et une corruptibilité constante à ceci près que la monnaie pouvait être stabilisée en la liant à un métal précieux comme l'argent ou l'or de sorte à la soustraire aux ingérences politiques.[474] Pour Locke, la monnaie est une propriété et c'est donc un devoir du gouvernement que d'en garantir la valeur.[475] Cette idée se retrouve dans la

[474] « Locke thought that language and money shared a pervasive instability and corruptibility. But money – unlike language – could be stabilized by tying it to the empirical concept of a substance in the form of silver or gold. This would remove money from discretionary political meddling, thereby effectively depoliticizing it. » EICH Stefan, *The currency of politics*, Princeton University Press, 2022, p. 51. [« Locke pensait que le langage et l'argent avaient en commun une instabilité et une corruptibilité omniprésentes. Mais la monnaie - contrairement au langage - pourrait être stabilisée en la liant au concept empirique d'une substance sous forme d'argent ou d'or. Cela mettrait l'argent à l'abri de toute ingérence politique discrétionnaire et la dépolitiserait de fait. »] (traduction libre)

[475] « Money (defined as silver and measured by weight) was property, Locke insisted, and as he had argued both in the Second Treatise and his Letter Concerning Toleration it was a governmental duty to secure property, just as tampering with contracts was always an abuse of governmental power. Applied to the recoinage this meant that since contracts had been made on the basis of the publicly announced value of money (in this case the Elizabethan mint price for silver), no governmental could rightfully alter the nominal standard of money without violating property and with it social trust. Instead, Locke insisted, "the Standard, once thus settled, should be Inviolably and Immutably kept to perpetuity." » *Ibid.*, p. 72. [« La monnaie (défini comme de l'argent et mesuré par le poids) est une propriété, a insisté Locke, et comme il l'a affirmé à la fois dans le Second traité et dans sa Lettre sur la tolérance, il est du devoir du gouvernement de protéger la propriété, tout comme l'altération des contrats est toujours un abus de pouvoir gouvernemental. Appliqué à la refonte de la monnaie, cela signifie que les contrats ayant été conclus sur la base de la valeur de la monnaie annoncée publiquement (en l'occurrence, le prix de l'argent frappé par la monnaie), aucun gouvernement ne peut légitimement modifier l'étalon nominal de la monnaie sans violer le droit de propriété et, par là même, la confiance sociale. Locke insiste au contraire sur le fait que l'étalon, une fois fixé, doit être conservé de manière inviolable et immuable à perpétuité. »] (traduction libre)

conception qu'Hayek s'est forgé de la monnaie et a *in fine* probablement constitué un sous-jacent aux fondateurs des « cryptomonnaies ».

A) Hayek et les monnaies privées

Sur la question de la monnaie, la pensée d'Hayek se révèle étonnamment mouvante. Dans « La route de la servitude » (1944) Hayek concèdait que le bon fonctionnement du mécanisme des prix exigeait un système juridique et monétaire approprié. Système qui ne peut être assuré par l'entreprise considérait-il.[476] Cependant, dans un ouvrage publié en 1976, qui tient lieu depuis de référence pour le courant libéral et surtout pour le courant libertarien, Friedrich Hayek explique que, partant du principe que la concurrence est toujours bonne et le monopole toujours mauvais, il n'y a aucune justification au monopole monétaire. Hayek considère en effet que la principale imperfection de l'ordre de marché, à savoir sa prédisposition à de récurrentes périodes de récession et de chômage, est une conséquence du « monopole ancestral d'émission monétaire attribué à l'État. »[477] Il ajoute que dès lors que les gouvernements n'ont pas cantonné leur rôle à celui de certificateur du poids et de la qualité de certaines pièces métalliques, mais qu'il a impliqué « la fixation délibérée de la quantité de monnaie devant être mise en circulation, leur immixtion dans cette activité n'est *de facto* plus souhaitable, et il est possible d'affirmer sans réserve qu'ils ont partout et sans cesse abusé de la confiance qui leur était accordée pour tromper leur propre peuple. »[478]

Hayek souligne donc qu'un système de création monétaire concurrentielle pourvoirait en monnaie de meilleure qualité que le gouvernement et, avec un sens de la formule certain, il écrit « une bonne monnaie ne peut être produite que par l'intérêt personnel, non par la bienveillance. »[479] Précisant sa pensée, il ajoute que :

---

[476] HAYEK Friedrich August, *La route de la servitude*, PUF, 2010.

[477] HAYEK Friedrich, *Pour une vraie concurrence des monnaies*, PUF, 2015, p. 15.

[478] *Ibid.*, p. 39.

[479] *Ibid.*, p. 241.

> *« nous avons toujours eu de mauvaises monnaies, car le secteur privé n'a jamais eu la possibilité de nous en offrir de meilleures. (...) la vérité importante à garder à l'esprit est que nous ne pouvons pas nous en remettre à notre intelligence ou à une compréhension exhaustive des processus économiques, mais seulement au pur intérêt personnel, pour nous offrir les institutions dont nous avons besoin. »*[480]

Hayek propose donc un système dans lequel plusieurs émetteurs de monnaie auraient la possibilité de se livrer concurrence librement de sorte à ce qu'une hausse ou baisse générale des prix ne soit plus possible. En effet, selon lui l'émetteur qui ne gérerait pas sa monnaie de sorte à garantir sa stabilité verrait l'attractivité de celle-ci s'éroder et donc sa valeur s'effondrer.

Dans la préface de l'ouvrage, Pascal Salin explique que cette idée de mise en concurrence de monnaies privées a depuis lors donné lieu à de nombreux travaux théoriques et historiques et qu'elle a trouvé une traduction dans l'apparition de diverses monnaies privées comme le Bitcoin par exemple.

B) « Cryptomonnaies », « cryptoactifs » et monnaies privées

On ne peut que rejoindre Michel Aglietta et Natacha Valla lorsqu'ils posent que l'essor des cryptoactifs est un fait. Ils soulignent qu'entre juillet 2017 et 2020 leur capitalisation boursière a été multipliée par plus de cinq. Cela dit, cette croissance peut être relativisée puisque cette capitalisation ne représente que 10% de la capitalisation des actions Facebook-Apple-Amazon-Netflix et Alphabet (« FAANG »), soit 2,7% du PIB de la zone euro[481].

Dans son ouvrage de référence, « *Legal Aspect of Money* », F. A. Mann explique que l'on peut considérer qu'en droit, la qualité de monnaie peut être attribuée à tous les biens mobiliers qui d'une part sont émis sous l'empire d'une loi et d'autre part, ont le

[480] *Ibid.*

[481] AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Odile Jacob, 2021, p. 66.

libellé de moyens ou instrument d'échange dans l'État d'émission.[482] Il explique que dans la théorie étatique de la monnaie ou théorie chartaliste, seules sont monnaies, les biens mobiliers auxquels ce caractère a été attribué par la loi, donc avec l'autorité de l'État. Théorie qui doit beaucoup aux travaux de Georg Friedrich Knapp.[483] Mann ajoute que la théorie étatique de la monnaie est la conséquence nécessaire du pouvoir souverain ou du monopole que l'État a réussi, progressivement, à s'assurer sur la monnaie et que le droit constitutionnel moderne l'établit presque invariablement. Il considère que permettre la circulation d'une monnaie qui n'est pas créée ou du moins autorisée par l'État équivaudrait à une négation de la prérogative monétaire de l'État. Le pouvoir qu'a le souverain sur la monnaie implique bien plus que la simple émission de la dite monnaie. Cela inclut, entre autres, l'ensemble de la politique monétaire, de crédit, fiscale et budgétaire. Mann conclut qu'il est évident qu'une monnaie particulière n'est rien d'autre que la conséquence de la souveraineté politique et que la souveraineté est la condition préalable au contrôle de la monnaie dans son sens le plus large et à l'émission de la monnaie en particulier.[484]

Cette conception de la monnaie, en tant qu'unité de compte, se trouve assez bien transcrite dans les droits français et européen, puisque le code monétaire et financier

---

[482] « It is suggested that, in law, the quality of money is to be attributed to all chattels which, issued by the autority of the law and denominated means of exchange in the State of issue. » MANN Frederick Alexander, *The legal aspect of money*, Clarendon Press ; Oxford University Press, 1992, p. 8. [« Il est suggéré que, en droit, la qualité de monnaie soit attribuée à tous les biens meubles qui, émis par l'autorité de la loi, sont dénommés moyens d'échange dans l'État d'émission. »] (traduction libre)

[483] KNAPP Georg Friedrich, *The state theory of money*, Simon Publications, Inc., 2003.

[484] « The chattel issued by the State is only the external sign of the many aspects of sovereign power over money, from which it is derived. That power involves much more than the mere issue of money in the legal sense. It comprises the whole of monetary, credit, fiscal, and budgetart policy as well as those measures which economists tend to include in the concept of money, viz. Its supply and use, the control of inflation interest rates, exchange control, and so forth. It should be obvious, therefore, that a particular currency is no more than the consequence of political sovereignty. In other words sovereignty is the prerequisite of money control in its widest sense and the issue of money in particular. » MANN Frederick Alexander, *op. cit.*, p. 14. [« Le bien mobilier émis par l'État n'est que le signe extérieur des multiples aspects du pouvoir souverain sur la monnaie, dont il découle. Ce pouvoir va bien au-delà de la simple émission de monnaie au sens juridique du terme. Il comprend l'ensemble de la politique monétaire, de crédit, fiscale et budgétaire ainsi que les mesures que les économistes ont tendance à inclure dans le concept de monnaie, à savoir son offre et son usage, le contrôle de l'inflation, les taux d'intérêt, le contrôle des changes, etc. Il devrait donc être évident qu'une monnaie particulière n'est rien d'autre que la conséquence de la souveraineté politique. En d'autres termes, la souveraineté est la condition préalable au contrôle de la monnaie dans son sens le plus large et à l'émission de monnaie en particulier.»] (traduction libre)

énonce en son article L.111-1 que « *La monnaie de la France est l'euro. Un euro est divisé en cent centimes. »* et que la Constitution pose à son article 34 que « *La loi fixe les règles concernant : (...) le régime d'émission de la monnaie.* » Le droit européen va dans le même sens puisque l'article 3.4 du TUE pose que *« L'union établit une union économique et monétaire dont la monnaie est l'euro. »*
On peut aussi noter au passage la célèbre disposition de la Constitution des États-Unis à l'article 1 de la Section VIII qui confère au Congrès « le pouvoir de battre monnaie, d'en arrêter la valeur, ainsi que celle des monnaies étrangères ».

Charles Proctor ajoute que la théorie étatique de la monnaie peut être considérée comme la théorie dominante actuellement dans les conceptions internationales et nationales de la monnaie. Il souligne cependant qu'il existe une conception concurrente portée notamment par Carl Menger et considérant que tout ce qui fonctionne en pratique comme un moyen d'échange doit être considéré comme de la monnaie, même s'il n'a pas le fondement juridique requis par la théorie étatique. Autrement dit, Menger considère que la coutume et la pratique des marchés ont créé un moyen d'échange qui a guidé les économies au-delà du pur troc.[485]

C'est avec ceci en tête que l'on peut mesurer l'originalité du projet sous-jacent à la création des cryptomonnaies. En effet, elles sont apparues en 2009 lorsque le(s) programmeur(s) Satoshi Nakamoto a(ont) lancé la technologie permettant au public

[485] « However, whilst the State theory of money currently holds sway, it does not completletly dominate the theoretical landscape. As its name suggests, the competing Societary theory focuses its approach to money on the conduct of society as a whole. Anything that in practice functions as a medium of exchange must be regarded as 'money', even though it lacks the legal underpinning required by the State theory. (…) In 1871, Carl Menger, published his Principles of Economics. Menger considers that the custom and practice of markets created a means of exchange that guided economies beyond pure barter. » PROCTOR Charles, « Cryptocurrencies in International and Public Law Conceptions of Money », in *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, Oxford University Press, 2019, p. 34. [« Cependant, si la théorie étatique de la monnaie s'impose actuellement, elle ne domine pas complètement le paysage théorique. Comme son nom l'indique, la « Théorie sociale » axe son approche de la monnaie sur le comportement de la société dans son ensemble. Tout ce qui fonctionne en pratique comme moyen d'échange doit être considéré comme de la « monnaie », même s'il n'a pas le fondement juridique requis par la théorie de l'État. (...) En 1871, Carl Menger publie ses Principes d'économie. Menger considère que la coutume et la pratique des marchés ont créé un moyen d'échange qui a guidé les économies au-delà du pur troc. »] (traduction libre)

d'échanger des "Bitcoins", c'est à dire des actifs numériques ou virtuels qui utilisent une technologie de cryptographie fonctionnant sur une base décentralisée à des fins d'échange et pour assurer la sécurité des actifs. Les cryptomonnaies ne sont donc pas organisées par un État nation et échappent pour l'instant encore largement au contrôle de l'État. Richard Aikens explique que les défenseurs des cryptomonnaies affirment qu'elles sont apparues à la suite d'une méfiance croissante à l'égard des institutions financières après que la crise financière de 2008 ait, supposément, prouvé leur incapacité à en maitriser les conséquences. L'utilisation des cryptomonnaies, qui éliminent les "intermédiaires" et utilisent une cryptographie de haut niveau pour la sécurité, est une réaction à tous ces événements. Elles permettent, explique Aikens, aux individus de transférer des actifs directement entre deux personnes sans avoir besoin d'un tiers "de confiance" comme une banque.[486]

Sarah Green développe que la décentralisation et le « consensus répartis » sont les caractéristiques essentielles des cryptomonnaies et ce qui les distinguent le plus radicalement des formes de paiements électroniques qui utilisent des intermédiaires et de la monnaie bancaire électronique, comme PayPal, WorldPay et BACS.[487] Par décentralisation, il faut comprendre que toute personne susceptible de vouloir utiliser la cryptomonnaie, doit posséder une copie du « logiciel » et possède donc une copie de ce qui s'apparente à un grand livre de compte électronique. Ce livre retrace chaque transaction effectuée en utilisant cette cryptomonnaie, et chaque ordinateur exploitant le logiciel possède une copie de l'ensemble : du début (le bloc Genesis) à aujourd'hui (le dernier bloc). La sécurité de l'ensemble est donc obtenue par une transparence totale, et les livres de comptes ainsi distribués n'ont pas besoin d'une tenue de registre centralisée, ni d'un intermédiaire tiers pour vérifier l'intégrité des transactions. Green explique que cette transparence est obtenue grâce à ce que l'on appelle le "protocole de consensus distribué", qui se caractérise par le fait que tous les ordinateurs du réseau doivent se mettre d'accord sur les données de transaction qui seront finalement

[486] AIKENS Richard, « Foreword », in *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, Oxford University Press, 2019.

[487] GREEN Sarah, « Cryptocurrencies : the Underlying Technology », in *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, Oxford University Press, 2019, p. 1.

enregistrées dans le livre de compte commun.[488] Michel Aglietta et Natacha Valla ajoutent que « ce grand registre (*distributed ledger*) retrace donc la totalité des transactions en bitcoins depuis leur création. »[489]

Comme l'explique Charles Proctor, il n'y a donc pas de cours légal des cryptomonnaies, par conséquent les cryptomonnaies ne servent de monnaie que par accord entre les parties contractantes. Il souligne donc qu'en toute logique, si l'on adhère à la théorie étatique de la monnaie, les cryptomonnaies ne pourront jamais être de la monnaie, car elles n'ont pas les fondements juridiques nécessaires dans la législation étatique.[490] Il ajoute d'ailleurs, que les cryptomonnaies ne constituent pas non plus une monnaie au sens de Menger, car rien n'indique qu'elles bénéficient du niveau nécessaire d'acceptation générale au sein d'une communauté donnée.[491]

Dans le droit français, un bitcoin tomberait d'ailleurs dans la catégorie des actifs numériques évoquée à l'article L54-10-1 du code monétaire et financier qui pose que les actifs numériques comprennent :
« 1° Les jetons mentionnés à l'article L. 552-2, à l'exclusion de ceux remplissant les caractéristiques des instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 et des bons de caisse mentionnés à l'article L. 223-1 ;

---

[488] *Ibid.*, p. 2.

[489] AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Odile Jacob, 2021, p. 82.

[490] « The key point of distinction with national currencies is therefore the lack of legal tender status of cryptocurrencies, with the result that cryptocurrencies serve as money only by agreement among the contracting parties. If one adheres to the state theory of money in its fullest rigour, then cryptocurrencies can never be 'money' because they lack the ncessary origins within the legislation and the machinery of the State. » PROCTOR Charles, « Cryptocurrencies in International and Public Law Conceptions of Money », in *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, Oxford University Press, 2019, p. 36. [« Le principal point de distinction avec les monnaies nationales est donc l'absence de cours légal des crypto-monnaies, ce qui a pour conséquence que les crypto-monnaies ne servent de monnaie que par accord entre les parties contractantes. Si l'on adhère à la théorie étatique de la monnaie dans toute sa rigueur, les crypto-monnaies ne pourront jamais être de la « monnaie » car elles n'ont pas les fondements nécessaires dans la législation et les rouages de l'État. »] (traduction libre)

[491] « Likewise, cryptocurrencies do not constitute 'money' within the Societary theory, since there is no indication that they enjoy the necessary level of general acceptance within a given community. » *Ibid.*, p. 37. [« De même, les cryptomonnaies ne constituent pas de la « monnaie » au sens de la théorie sociale, car rien n'indique qu'elles jouissent du niveau nécessaire d'acceptation générale au sein d'une communauté donnée. »] (traduction libre)

2° Toute représentation numérique d'une valeur qui n'est pas émise ou garantie par une banque centrale ou par une autorité publique, qui n'est pas nécessairement attachée à une monnaie ayant cours légal et qui ne possède pas le statut juridique d'une monnaie, mais qui est acceptée par des personnes physiques ou morales comme un moyen d'échange et qui peut être transférée, stockée ou échangée électroniquement. »
L'article L552-2 du code monétaire et financier précisant pour sa part que :
« Au sens du présent chapitre, constitue un jeton tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien. »

Avec l'arrivé du Règlement MiCA[492] (pour Markets in Crypto-Assets) le 31 mai 2022 et son entrée en vigueur le 30 décembre 2024, cette réglementation devrait évoluer puisque le règlement pose en son article 3, paragraphe 1 (5) sa propre définition de cryto-actif, selon laquelle il s'agit d'une « *représentation numérique d'une valeur ou d'un droit pouvant être transférée et stockée de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués ou d'une technologie similaire ; »*
Le règlement ajoute ensuite au (7) une définition de « jeton de monnaie électronique », énonçant qu'il s'agit d'un « *type de crypto-actif qui vise à conserver une valeur stable en se référant à la valeur d'une monnaie officielle*; » Définition que l'on peut opposer à celle de « monnaie officielle » qui se trouve au (8) de l'article 3 paragraphe 1 et qui définit cette notion comme étant la « *monnaie officielle d'un pays qui est émise par une banque centrale ou une autre autorité monétaire*; ».

La notion de cours légal évoquée par Proctor et que l'on retrouve à l'article L54-10-1 paragraphe 2 du code monétaire et financier est ici centrale. Dans sa thèse de droit privé, Romain Zanolli explique que « la notion de cours légal s'impose comme une notion cardinale lorsqu'il s'agit de définir juridiquement la monnaie. Cours et monnaies

[492] « Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant les règlements (UE) n°1093/2010 et (UE) n°1095/2010 et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/1937 ».

sont bien souvent indissociables tant ne sont monnaies que les objets qui circulent comme tels »[493]. Il précise que « selon le dispositif actuel du droitpositif répondant à la définition de cours légal, seuls les instruments émis par le souverain monétaire sont des objets monétaires »[494 495]. Pour lui, la notion de cours « renvoie toujours à des objets monétaires admis à la circulation »[496]. Zanolli explique que cette notion « définit les objets monétaires autorisés à circuler, ceux qui « courent ». (…) La notion de cours permet d'identifier, parmi ces moyens d'effectuer un paiement, ceux qui ont une nature monétaire et ceux dont la qualité demeure celle d'une marchandise »[497]. Il ajoute que « […] le droit positif prévoit des règles précises accompagnant l'émission et la circulation des monnaies scripturale et électronique en tant que monnaies. ».

Il ne s'agit pas ici de trancher le débat quant à savoir si les cryptomonnaies peuvent être considérées comme de la monnaie. D'un point de vue juridique, il nous semble que rien ne puisse concourir à répondre positivement à cette question, à commencer par l'absence de cours légal et surtout le fait que les cryptomonnaies ne sont pas émises par un établissement agréé, dont l'émission est surveillée. Il s'agit simplement d'illustrer la richesse de la controverse entourant la question de la monnaie. De notre point vue et en gardant à l'esprit la contrainte climatique, il nous semble, comme on le verra ci-dessous, que la conception de la monnaie que l'on retient peut permettre une lutte efficace contre le réchauffement climatique. À cet égard, on doit souligner que la technologie à laquelle les cryptomonnaies sont adossées, et en particulier le Bitcoin, ont un coût environnemental extravagant comme l'expliquent Aglietta et Valla.[498] En effet, début 2022, dans Le Monde, Philippe Escande pointait que le minage du bitcoin, c'est à dire le mécanisme numérique d'authentification et de

[493] ZANOLLI Romain, *Essai d'une théorie juridique de la monnaie à partir de la notion de cours*, Université de Paris, 2019, p. 35.

[494] *Ibid.*, p. 36.

[495] *Ibid.*, p. 814.

[496]*Ibid.*, p. 38.

[497] *Ibid.*, p. 39.

[498] AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Odile Jacob, 2021, p. 73.

vérification des transferts d'unités monétaires, consomme autant d'électricité qu'un pays comme la Finlande. Il ajoutait que cette activité « représente un tiers de la consommation électrique de toutes les infrastructures numériques dans le monde. »[499] Ce qui, de fait, nous semble éliminer cet outil pour la lutte contre le réchauffement climatique et pour contribuer au verdissement de la finance. On notera donc que le vocable « cryptomonnaie » nous paraît galvaudé et que l'expression « crypto-actif » que retient la loi est plus pertinente.

[499] ESCANDE Philippe, « « Le minage du bitcoin consomme autant d'électricité qu'un pays comme la Finlande » » [en ligne], *Le Monde.fr*, 7 janvier 2022, [consulté le 30 juin 2022].

Section III- Pour une reprise en main par le souverain du pouvoir de création monétaire

À l'inverse du courant libéral et libertarien prônant une privatisation plus poussée de la monnaie, il existe de très nombreuses théories économiques allant dans le sens d'une monnaie davantage dans les mains de l'État. Les travaux d'Irving Fisher et ce que l'on appelle le « Chicago plan » nous paraissent précurseurs en ce domaine et conservent une pertinence certaine (I). Nous commencerons donc par présenter la thèse de ces économistes avant de faire un inventaire, non exhaustif mais suffisamment significatif, d'autres solutions allant dans le sens d'une récupération de la création monétaire par un organe public (II).

I- Irving Fisher et le *Chicago Plan*

En 2018, les suisses ont eu l'opportunité de se prononcer sur un référendum connu sous le nom « Pour une monnaie à l'abri des crises : émission monétaire uniquement par la Banque nationale ! », il reprenait une grande partie des idées d'Irving Fisher. Les promoteurs de ce référendum, qui s'est soldé par un résultat négatif, critiquaient le système bancaire actuel estimant que les banques créent plus de monnaie que nécessaire. C'est pourquoi, et c'est en cela qu'ils s'inspiraient de Fisher, ils demandaient que la Banque Nationale Suisse produise l'ensemble de la masse monétaire sans dette. La banque centrale aurait ensuite transféré cet argent à l'État, aux cantons et aux citoyens. L'idée étant ainsi que les recettes de la création monétaire aillent à la collectivité et que l'approvisionnement en crédit soit assuré par des prêts de banque centrale aux banques privées, expliquent André Tiran et Marc Laudet dans la préface de l'ouvrage de Fisher.[500]

Pour le dire simplement, en 1936, dans son ouvrage « 100% monnaie », Irving Fisher défend l'idée d'une séparation de la fonction de prêt des institutions financières, de la création monétaire qu'elle induit normalement comme on l'a vu plus haut. La proposition de Fisher vise à ce que le contrôle de la masse monétaire échoie uniquement dans le giron de l'État qui pourrait donc déterminer le volume de la masse monétaire. Pour ce faire, Tiran et Laudet expliquent que le remplacement des réserves fractionnées par des réserves dont le montant doit être égal au passif à vue des banques aurait éliminé la capacité des banques à créer (et à détruire) de la monnaie. Ainsi, les dépôts à vue deviendraient entièrement liquides et convertibles en espèces.[501]
Fisher explique que :

> *« L'essence du plan 100% est de rendre la monnaie indépendante des prêts ; c'est-à-dire séparer le processus de création et de destruction de la monnaie, des activités bancaires. Un résultat purement accessoire serait de rendre les*

[500] FISHER Irving, *100 % monnaie*, Classiques Garnier, 2019, p. 34.
[501] *Ibid.*, p. 24.

opérations bancaires plus sûres et plus rentables ; mais le résultat le plus important serait, de loin, la prévention des grands bouleversements et des dépressions en mettant un terme aux inflations et aux déflations chroniques qui ont toujours été la grande malédiction économique de l'humanité et qui proviennent en grande partie des activités bancaires. »[502]

Comme on l'a vu plus haut, les banques commerciales sont tenues de respecter les ratios de Bâle qui leur imposent de détenir du capital en proportion des dépôts qu'elles créent ou de la taille de leur bilan. L'idée de Fisher est donc d'augmenter ce ratio à 100%, il rappelle à cet égard que « dans les premiers temps de la banque de dépôt, une réserve de 100% était requise. »[503]

Fisher souligne que c'est le système bancaire qui, imposant des ratios à 10%, donne aux banques et aux emprunteurs « le pouvoir d'inflation et de déflation des moyens de paiement en circulation, un pouvoir inattendu qui entraine des conséquences anormales et d'importance nationale à ce qui serait autrement des transactions innocentes. » Il rappelle au passage la phrase de Keynes, selon laquelle il est « très regrettable que les déposants puissent prendre l'initiative de changer le volume de la monnaie de la communauté ».

Cet ouvrage de Fisher s'inscrit dans une réflexion plus globale connue sous le nom de Plan de Chicago du fait de son plus ardent défenseur, le professeur Henry Simons de l'Université de Chicago. Jaromir Benes et Michael Kumhof expliquent que la caractéristique principale de ce plan était qu'il demandait la séparation des fonctions monétaires et de crédit du système bancaire. Comme on l'a vu, pour ce faire, les promoteurs de ce plan exigeaient d'abord que les dépôts soient garantis à 100% par de la monnaie émise par le gouvernement, et ensuite en s'assurant que le financement de nouveaux crédits bancaires ne puisse se faire que par des bénéfices qui ont été conservés sous forme de monnaie émise par le gouvernement, ou par l'emprunt de monnaie émise par le gouvernement (mais pas par la création de nouveaux dépôts, ex

[502] *Ibid.*, p. 59.

[503] *Ibid.*, p. 53.

nihilo, par les banques).[504] Peter Dietsch, François Claveau et Clément Fontant résument cette thèse en expliquant que « le ratio de réserves de 100% réduit le rôle des banques commerciales à celui d'intermédiaires entre les acteurs épargnants et ceux qui veulent emprunter. Elles n'auraient plus ainsi la capacité de créer des dépôts, mais devraient plutôt compter sur l'épargne et la décision d'investissement d'une tierce partie avant de pouvoir émettre un prêt. »[505]

S'appuyant sur les travaux de Stephen Zarlenga[506] et David Graeber[507], Michael Kumhof et Jaromir Benes soulignent que l'émission privée de monnaie a conduit à plusieurs reprises à des problèmes sociétaux majeurs tout au long de l'histoire en raison de l'usure associée aux dettes privées. Fisher lui-même procède dans « 100% monnaie » à un inventaire des crises financières qu'ont connu les États-Unis. Eich rappelle d'ailleurs que pour Keynes, la gestion et, idéalement, la prévention des crises économiques nécessitaient « le contrôle délibéré de la monnaie et du crédit par une institution centrale ».[508] Pour ce qui est du Royaume-Uni, Kumhof et Benes expliquent qu'à l'exception d'Henri VIII, les monarques ont tous usé de leur prérogative monétaire

[504] « The key feature of this plan was that it called for the separation of the monetary and credit functions of the banking system, first by requiring 100% backing of deposits by government-issued money, and second by ensuring that the financing of new bank credit can only take place through earnings that have been retained in the form of government-issued money, or through the borrowing of existing government-issued money from non-banks, but not through the creation of new deposits, ex nihilo, by banks. » KUMHOF Michael et BENES Jaromir, « The Chicago Plan Revisited », *IMF Working Papers*, 12, 2012, p. 4. [« La caractéristique principale de ce plan était qu'il appelait à la séparation des fonctions monétaires et de crédit du système bancaire, d'abord en exigeant que les dépôts soient garantis à 100 % par de la monnaie émise par le gouvernement, et ensuite en garantissant que le financement de nouveaux crédits bancaires ne puisse se faire que par des bénéfices qui ont été conservés sous forme de monnaie émise par le gouvernement, ou par l'emprunt de monnaie émise par le gouvernement auprès de non-banques, mais pas par la création de nouveaux dépôts, ex nihilo, par les banques. »] (traduction libre)

[505] DIETSCH Peter, CLAVEAU François, FONTAN Clément *et al.*, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts ?*, [s. n.], 2019, p. 106.

[506] ZARLENGA Stephen, *The lost science of money*, American Monetary Institute, 2002.

[507] GRAEBER David Rolfe, *Dette*, Actes sud, 2016.

[508] « For Keynes, the management and, ideally, prevention of economic crises called for "the deliberate control of the currency and of credit by a central institution." » EICH Stefan, *The currency of politics*, Princeton University Press, 2022, p. 148. [« Pour Keynes, la gestion et, idéalement, la prévention des crises économiques exigeaient « le contrôle délibéré de la monnaie et du crédit par une institution centrale ». »] (traduction libre)

de manière responsable au profit de la nation et qu'aucune crise financière majeure n'est à déplorer. À l'inverse, ils font observer que le *Free Coinage Act* a enclenché une série de paniques et de désastres commerciaux. Entre 1694 et 1890, il ne s'est jamais écoulé plus de vingt-cinq ans sans une crise financière en Angleterre.[509] Enfin, ils soulignent que l'épisode d'hyperinflation dans l'Allemagne des années 20 ne peut être imputé à une impression monétaire excessive par une banque centrale gérée par le gouvernement, mais plutôt à la combinaison de demandes de réparations excessives et une création monétaire massive par des spéculateurs privés, avec l'aide et l'encouragement d'une banque centrale privée.[510]

On voit donc, qu'en plus de conduire à une allocation de la monnaie créée vers des projets nuisibles au climat, le pouvoir de création monétaire ainsi confié aux banques privées est à la source d'une instabilité économique et financière socialement problématique. Dès lors, à côté des solutions du plan 100% de Fisher et des économistes de l'Université de Chicago, nous allons nous pencher sur la façon dont le pouvoir de création monétaire pourrait être repensé.

---

[509] « The results for the United Kingdom are quite clear. Shaw (1896) examined the record of monarchs throughout English history, and found that, with one exception (Henry VIII), the king had used his monetary prerogative responsibly for the benefit of the nation, with no major financial crises. On the other hand, Del Mar (1895) finds that the Free Coinage Act inaugurated a series of commercial panics and disasters which to that time were completely unknown, and that between 1694 and 1890 twenty-five years never passed without a financial crisis in England. » KUMHOF Michael et BENES Jaromir, « The Chicago Plan Revisited », *IMF Working Papers*, 12, 2012, p. 15. [« Les résultats pour le Royaume-Uni sont très clairs. Shaw (1896) a examiné le bilan des monarques dans l'histoire de l'Angleterre et a constaté qu'à une exception près (Henri VIII), les monarques avaient utilisé leurs prérogatives monétaires de manière responsable pour le bien de la nation, sans crise financière majeure. D'autre part, Del Mar (1895) constate que le Free Coinage Act a inauguré une série de paniques et de désastres commerciaux totalement inconnus jusqu'alors, et qu'entre 1694 et 1890, il ne s'est jamais écoulé vingt-cinq ans sans qu'une crise financière ne survienne en Angleterre. »] (traduction libre)

[510] « Finally, a brief word on a favorite example of advocates of private control over money issuance, the German hyperinflation of 1923, which was supposedly caused by excessive government money printing. (…) This episode can therefore clearly not be blamed on excessive money printing by a government-run central bank, but rather on a combination of excessive reparations claims and of massive money creation by private speculators, aided and abetted by a private central bank. » *Ibid.*, p. 16. [« Enfin, un mot sur l'un exemple favori des défenseurs du contrôle privé de l'émission monétaire, l'hyperinflation allemande de 1923, qui aurait été causée par une impression monétaire excessive de la part du gouvernement. (...) Cet épisode ne peut donc clairement pas être imputé à une impression monétaire excessive par une banque centrale gérée par le gouvernement, mais plutôt à une combinaison de demandes de réparations excessives et de création monétaire massive par des spéculateurs privés, avec l'aide et la complicité d'une banque centrale privée. »] (traduction libre)

II- Pour une « récupération » du pouvoir de création monétaire

Comme l'écrivent Jézabelle Couppey-Soubeyran et Pierre Delandre, l'actuel régime de création monétaire est laissé à la main invisible du marché. Il convient ici d'étudier les propositions visant à placer, ou replacer, ce pouvoir dans la « main visible de la volonté politique »[511], à charge pour l'État donc de décider comment allouer les sommes créées : vers quel secteur de l'économie ou quelles autorités publiques. Évidemment, il nous semblerait plus que pertinent d'opérer ces choix de sorte à intégrer la question climatique à cette allocation. Le point commun entre les solutions que nous évoquerons ci-dessous, est, comme l'expliquent Couppey-Soubeyran et Delandre, « d'encastrer » la monnaie dans la société, de « réencastrer » la création monétaire dans les limites de la disponibilité des ressources naturelles et de la mettre au service de la réduction des incertitudes climatiques. Cela implique donc que la création monétaire soit tournée vers les besoins de la société et contrôlée par elle.[512] Nous rejoignons ces deux auteurs dans leur constat que l'actuel processus de création monétaire a répondu à l'essor de la société marchande, mais qu'il a échoué à répondre aux besoins de la société contemporaine en matière de dérèglement climatique, mais aussi d'inégalités, ou de précarité.

Si l'on considère que le financement de la transition écologique et énergétique doit reposer principalement sur de la dépense publique, alors on doit s'interroger sur la façon pour l'État de trouver ces financements. De nombreux auteurs ont insisté sur le rôle que pourrait jouer la Banque Centrale pour ce faire. Il a par exemple été soutenu que la BCE puisse renoncer aux créances qu'elle détient sur les États de l'Union dans le cadre des programmes d'achat pour leur redonner une marge de manœuvre financière leur permettant de financer un grand plan d'investissement.[513] Les tenants de la théorie

[511] COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et DELANDRE Pierre, « La transition monétaire. Pour une monnaie au service du bien commun », Institut Veblen & Etopia, 2021, p. 25, [consulté le 19 mai 2021].

[512] *Ibid.*, p. 33.

[513] COLLECTIF, « L'annulation des dettes publiques que la BCE détient constituerait un premier signal fort de la reconquête par l'Europe de son destin », *Le Monde*, 5 février 2021 ; COUPPEY-

moderne de la monnaie ou *Modern Monetary Theory* (MMT) prônent un système dans lequel les dépenses publiques sont financées par de la création de monnaie centrale et chaque taxe, impôt ou recette perçu par l'État entrainerait une destruction monétaire.[514] Leah Downey quant à elle propose la création d'une institution permettant de contourner les banques et le secteur financier comme intermédiaires du processus de création monétaire. Son idée est d'envisager la création d'une autorité nationale d'investissement, conçue pour investir dans les entreprises, les associations à but non lucratif et les collectivités locales, cette autorité pouvant choisir d'investir en priorité dans les entreprises ou des projets verts.[515] Dans ce sens, Michel Aglietta et Natacha Valla relèvent qu'a été créée la *China Ecological Development Bank*, une banque publique chargée d'apporter des crédits aux projets verts.[516] Immanquablement, on est tenté de rapprocher ces propositions de la cinquième mesure proposée par Marx et Engels dans Le Manifeste du Parti communiste :

> « *Centralisation du crédit entre les mains de l'État au moyen d'une banque nationale à capital d'État et à monopole exclusif*. »[517]

Nous ne développons pas plus avant ces idées, car il nous semble qu'elles s'apparentent à du financement monétaire et tombent ainsi sous l'empire de

SOUBEYRAN Jézabel, « Faut-il annuler les dettes publiques détenues par la BCE ? Un débat français dans une perspective européenne », Institut Veblen, [consulté le 11 août 2022].

[514] KELTON Stephanie, *The deficit myth*, [s. n.], 2020.

[515] « Instead of depending on the Fed to decide if and when to create new money, and insisting that it be disseminated via the financial sector, it is worth considering the creation of a national investment authority, designed to invest in American businesses, nonprofits, and state and local governments. Instead of the Fed investing heavily in finance and the corporate sector to preserve the existing economy, perhaps this national investment authority would prioritize investing in Black-owned businesses, green businesses, and those businesses with good employment practices. » DOWNEY Leah, « Defund the Bankers », sur *Foreign Policy* [en ligne], [consulté le 20 septembre 2020]. [« Au lieu de dépendre de la Fed pour décider si et quand créer de l'argent, et d'insister pour qu'il soit diffusé via le secteur financier, il vaut la peine d'envisager la création d'une autorité nationale d'investissement, conçue pour investir dans les entreprises américaines, les organisations à but non lucratif, et les gouvernements locaux et d'État. Au lieu que la Fed investisse massivement dans la finance et le secteur des entreprises pour préserver l'économie existante, cette autorité nationale d'investissement pourrait peut-être investir en priorité dans les entreprises détenues par des personnes de couleurs, les entreprises vertes et les entreprises ayant de bonnes pratiques en matière d'emploi. »] (traduction libre)

[516] AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Odile Jacob, 2021, p. 165.

[517] MARX Karl et ENGELS Friedrich -, *Manifeste du parti communiste, 1848 ; Critique du programme de Gotha, 1875*, Libr. générale française, 2019, p. 80.

l'interdiction posée par l'article 123 du TFUE. Cet article énonce dans son premier alinéa qu' « *il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, (...) 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; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.* »

Cet article 123 interdisant l'octroi de crédits, on en déduit qu'il interdit *a fortiori* les dons de la part d'une banque centrale nationale ou de la BCE à une entité du secteur public. C'est en cela qu'il est le siège du principe de prohibition du financement monétaire. Par conséquent, la décision d'une banque centrale de renoncer au règlement d'une créance qu'elle détient sur le secteur public pourrait être contestée en justice et risquerait d'être annulée par la juridiction compétente.

Dans un article remarquable, Romain Svartzman, Dominique Dron et Etienne Espagne soulignent que les ordres monétaires ont toujours évolué en même temps que leur environnement économique, social et naturel. Par conséquent, le pouvoir lié à la monnaie n'a pas seulement à voir avec celui qui la possède, mais aussi avec celui qui a le pouvoir de la créer et de la rendre acceptable. En se basant notamment sur les travaux d'Ostrom, selon lesquels pour protéger les biens communs menacés de notre planète, des changements institutionnels importants sont nécessaires de sorte à dépasser le dualisme classique État/marché, ils expliquent que la monnaie pourrait être repensée, notamment en ce qu'elle signifie la valeur, pour servir la protection des biens communs. Selon eux, sur une planète sur laquelle les ressources sont en quantité finie, la nécessaire protection des biens communs les plus essentiels impose une nouvelle approche de la création, de la circulation et de la destruction monétaires.[518] Opérer une

[518] « Indeed, a growing transdisciplinary body of theories and practices across natural and social sciences has found that, in order to protect the endangered commons of our planet, important changes in our institutional arrangements are needed. Such changes require overcoming the dualistic view of a society composed of states and markets (Ostrom, 2009, 2010). (…) In this context, seeking institutional

telle refondation, peut par exemple passer par la conception de la création monétaire proposée par Irving Fisher comme nous l'avons vu plus haut. En effet, Svartzman et ses coauteurs font remarquer que les propositions de nationalisation de la création monétaire sont courantes.

Par exemple, Stephen Zarlenga démontre qu'historiquement les systèmes sous contrôle public fonctionnent beaucoup mieux que les systèmes privés et que la façon dont la monnaie va être définie va *in fine* déterminer si le système sera contrôlé par le public ou par le privé. Selon lui, la nature du pouvoir de l'argent est une construction sociale et ne trouve pas son origine dans les activités des sociétés privées. En conséquence, en raison de son importance, le contrôle de ce processus doit relever de l'autorité publique et l'histoire montre qu'il n'est pas prudent de déléguer ce pouvoir. D'où le fait qu'il suggère que le pouvoir monétaire soit reconnu comme un pouvoir du gouvernement aux côtés des pouvoirs législatif, exécutif et judiciaire.[519] Conception

arrangements that could recontextualize money—in its capacity to signify value—to serve the protection of the commons, may be an essential task ahead. In other words, protecting the endangered commons that support all human and non-human life on a finite planet requires new approaches to monetary creation, circulation and destruction (…) that transcend the modern dialectics of money between private accumulation and public regulation. » SVARTZMAN Romain, DRON Dominique et ESPAGNE Etienne, « From ecological macroeconomics to a theory of endogenous money for a finite planet », *Ecological Economics*, 162, 2019, p. 116. [« En effet, un nombre croissant de théories et de pratiques transdisciplinaires dans les sciences naturelles et sociales ont montré que, pour protéger les biens communs menacés de notre planète, des changements importants dans nos organisations institutionnelles sont nécessaires. Ces changements exigent de dépasser la vision dualiste d'une société composée d'États et de marchés (Ostrom, 2009, 2010). (...) Dans ce contexte, la recherche d'arrangements institutionnels susceptibles de recontextualiser l'argent - dans sa capacité à signifier la valeur - au service de la protection des biens communs, peut être une tâche essentielle à venir. En d'autres termes, la protection des biens communs menacés qui soutiennent toutes les vies humaines et non humaines sur une planète finie nécessite de nouvelles approches de la création, de la circulation et de la destruction monétaires (...) qui transcendent la dialectique moderne de la monnaie entre l'accumulation privée et la régulation publique. »] (traduction libre)

[519] « Now it may be surprising, but the historical record actualy shows that publicly controlled systems function much better than private ones. Furthermore, it shows that the concept of money – how money is defined – usually determines whether the system will be publicly of privately controlled. So there is a lot at stake in how a society defines money. » ZARLENGA Stephen, *The lost science of money*, American Monetary Institute, 2002, p. 544. [« Cela peut paraître surprenant, mais l'histoire montre que les systèmes contrôlés par l'État fonctionnent beaucoup mieux que les systèmes privés. En outre, il montre que le concept de monnaie - la définition de la monnaie - détermine généralement si le système sera contrôlé par l'État ou par le secteur privé. L'enjeu de la définition de la monnaie par une société est donc considérable. »] (traduction libre)

qui n'est pas sans aller à l'encontre de l'indépendance du SEBC telle qu'on la trouve consacrée à l'article 130 du TFUE et à l'article 7 des statuts du SEBC.

Joshua Farley et Matthew Burke expliquent quant à eux que l'actuel processus de création monétaire n'est pas compatible avec une économie stable et qu'un rétablissement du système de création monétaire public avec des mécanismes de réduction de la masse monétaire au fur et à mesure que l'économie se contracte est nécessaire à la stabilité économique. En effet, ils soulignent que notre système monétaire n'est pas lié aux systèmes physiques et écologiques sur lesquels reposent nos économies. Ils concluent donc que la création monétaire ne devrait pas être basée sur la dette et le paiement d'intérêts et que les bénéfices de la création monétaire devraient être partagés par la nation dans son ensemble et non captés par le secteur financier privé. Ils ajoutent que la création monétaire doit être anticyclique, ce qui conduit à la stabilité économique, et qu'elle doit mettre l'accent sur les investissements dans les biens publics plutôt que dans les biens privés.[520]

Enfin, on peut ajouter que Luca Fantacci estime que la redéfinition de la manière dont la monnaie est émise est encore plus décisive que la réglementation financière. Selon lui, tant que la monnaie sera émise par les marchés, elle continuera à être traitée comme une marchandise. C'est pourquoi il suggère d'interdire aux banques de négocier des crédits et de titriser leurs prêts et de les obliger à conserver tous leurs prêts jusqu'à leur échéance de sorte à nouer une réelle relation entre l'emprunteur et le prêteur.[521]

---

[520] « The monetary system today is not linked to the physical and ecological systems upon which our economies are based. (…) The benefits of money creation should therefore be shared by the nation as a whole and not captured by a private financial sector. Money creation must be counter-cyclical, leading to economic stability in a no-growth economy. Money creation should also emphasize investments in public goods over private goods, since the most serious threats to human well-being, these days, revolve around the former. » FARLEY Joshua, BURKE Matthew, FLOMENHOFT Gary *et al.*, « Monetary and Fiscal Policies for a Finite Planet », *Sustainability*, 5, Multidisciplinary Digital Publishing Institute, 2013, p. 2811. [« Le système monétaire actuel n'est pas lié aux systèmes physiques et écologiques sur lesquels reposent nos économies. (...) Les bénéfices de la création monétaire devraient donc être partagés par l'ensemble de la nation et non accaparés par un secteur financier privé. La création monétaire doit être anticyclique, afin d'assurer la stabilité économique dans une économie sans croissance. La création monétaire doit également mettre l'accent sur les investissements dans les biens publics plutôt que dans les biens privés, étant donné que les menaces les plus sérieuses pour le bien-être humain, de nos jours, tournent autour des biens publics. »] (traduction libre)

[521] « Hence, redefining how money is issued and managed by central banks is even more decisive than banking regulation. As long as money is issued through markets, through "injections of liquidity", it

Bien sûr, l'objet de cette section n'est pas de faire un inventaire exhaustif des possibles réformes à mener au niveau du processus de création monétaire de sorte à y inclure la problématique climatique. Pareille entreprise serait pour le moins fastidieuse et nécessairement incomplète. Plus modestement, il convient de pointer le disfonctionnement dans le processus actuel et de souligner que de multiples pistes existent pouvant permettre de corriger cela. Les idées présentées ci-dessus ont ceci en commun qu'elles opèrent toutes à leur façon un retour du processus de création monétaire dans le giron de l'État. Il nous semble en effet assez clair que les marchés n'arrivent pas à se saisir de la question climatique, d'où le fait que les banques centrales soient amenées à jouer un rôle important. Or, la création monétaire dépendant en grande partie de mécanismes de marché, il nous parait incontournable d'engager une réflexion pour qu'elle ne puisse plus servir à contribuer au réchauffement climatique. Réflexion à laquelle les juristes devront s'associer, car si l'on reprend la thèse de Katarina Pistor, le droit a permis et encouragé le développement du capitalisme tel que nous le connaissons et tel qu'il est devenu, un système économique mortifère pour la biodiversité et le climat. Selon elle, le capitalisme est plus qu'un simple système d'échanges de biens dans une économie de marché, c'est une économie de marché dans laquelle certains actifs sont placés sous "stéroïdes juridiques" (« *legal steroids* »).[522] Elle ajoute que la dette, c'est à dire ce que nous appellons ici la « monnaie privée » qui alimente le capitalisme depuis sa création, est codée dans la loi et dépend finalement

---

will continue to be treated as a commodity. (…) In practical terms, this means to reaffirm the centrality of underwriting, e.g. compelling banks to underwrite their loans in order to benefit from certain facilities, such as deposit insurance, access to central bank funding or specific legal protections. » FANTACCI Luca, « Why Banks Do What They Do. How the Monetary System Affects Banking Activity », *Accounting, Economics and Law*, 3, 2013, p. 349. [« Ainsi, la redéfinition du mode d'émission et de gestion de la monnaie par les banques centrales est encore plus décisive que la réglementation bancaire. Tant que la monnaie sera émise par les marchés, par des « injections de liquidités », elle continuera à être traitée comme une marchandise. (...) Concrètement, cela signifie qu'il faut réaffirmer la centralité de la souscription, par exemple en obligeant les banques à souscrire leurs prêts pour bénéficier de certaines facilités, telles que l'assurance des dépôts, l'accès au financement de la banque centrale ou des protections juridiques spécifiques. »] (traduction libre)

[522] « Capitalism, it turns out, is more than just the exchange of goods in a market economy; it is a market economy in which some assets are placed on legal steroids. » PISTOR Katharina, *The code of capital*, Princeton University Press, 2019, p. 12. [« Il s'avère que le capitalisme est plus qu'un simple échange de biens dans une économie de marché ; c'est une économie de marché dans laquelle certains actifs sont placés sous stéroïdes légaux. »] (traduction libre)

de l'État pour la soutenir. Elle suggère que les gouvernements en prennent conscience au plus vite et qu'ils se mettent à contrôler l'augmentation de cette masse monétaire privée, car plus ils se plient à la volonté des créateurs de dette privée en période d'expansion, plus ils seront pénalisés lorsqu'il s'avérera que l'économie ne peut pas supporter le fardeau de la dette qu'ils ont créé.[523]

[523] « Debt, the private money that has fuelled capitalism since its inception, is coded in law and ultimately relies on the state to back it up. States should realize this and keep the inflation of private money under control, because the more they bend to the will of private debt minters in boom times, the more they will be on the hook when it turns out that the economy cannot sustain the debt burden they created. » *Ibid.*, p. 107. [« La dette, l'argent privé qui alimente le capitalisme depuis sa création, est codée dans la loi et dépend en fin de compte de l'État pour la soutenir. Les États doivent en prendre conscience et contrôler l'inflation de l'argent privé, car plus ils se plient à la volonté des mineurs de dettes privées en période de prospérité, plus ils seront mis à contribution de l'économie lorsqu'elle ne pourra plus supporter le fardeau de la dette qu'ils ont créé. »] (traduction libre)

CHAPITRE I- LES OUTILS DE POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

Pour parvenir à la réalisation des objectifs qui lui sont assignés par l'article 127 du TFUE, l'Eurosystème peut utiliser les instruments qui sont à disposition. On a vu que dans le cadre de ce que l'on appelle la politique monétaire conventionnelle, les banquiers centraux européens disposent de trois instruments : les opérations de refinancement, la facilité permanente de prêt et de dépôt, et les réserves obligatoires.

Les opérations de refinancements constituent l'outil le plus connu puisqu'adossé à l'aptitude de créer de la monnaie. Cet outil consiste en l'octroi de refinancement aux banques commerciales. Comme on l'a vu, cela passe par plusieurs taux directeurs. Le taux de refinancement (taux de Refi) pour les opérations hebdomadaires et le taux de prêt marginal permettant un refinancement au jour le jour. Enfin, il existe des refinancements à plus long terme, mais ces derniers ayant vu leur maturité beaucoup augmenter ces dernières années, ils sont aujourd'hui considérés comme faisant partie des politiques monétaires non conventionnelles et seront traités dans le second chapitre de cette partie.

Aux opérations de refinancements s'ajoute ce que l'on appelle la facilité de dépôt, qui permet d'offrir aux banques commerciales la possibilité de placer auprès de la banque centrale leurs éventuels excédents de monnaie centrale. Olivier Clerc et Pascal Kauffmann expliquent que cette facilité « s'accompagne normalement d'un taux d'intérêt créditeur, inférieur de 50 à 100 points de base au taux Refi. Ce taux créditeur, combiné avec celui de la facilité marginale de prêt définit alors un corridor de taux directeurs, dont le Refi est le centre »[524].

Enfin, l'Eurosystème peut imposer aux banques commerciales de constituer des réserves obligatoires auprès des BCN. Ce faisant, cela lui permet de faire augmenter ou baisser la demande de monnaie centrale des banques commerciales.

[524] CLERC Olivier et KAUFFMANN Pascal, *L'Union économique et monétaire européenne*, Editions A. Pedone, 2016, p. 24.

Les articles 18 et 19 des statuts du SEBC et de la BCE constituent les fondements juridiques de ces politiques. L'article 18 qui est relatif aux opérations d'open market et de crédit prévoit notamment que :

« 18.1 Afin d'atteindre les objectifs du SEBC et d'accomplir ses missions, la BCE et les banques centrales nationales peuvent :

- *Intervenir sur les marchés de capitaux, soit en achetant et en vendant ferme (au comptant et à terme), soit en prenant et en mettant en pension, soit en prêtant ou en empruntant des créances et des titres négociables, libellés en euros ou d'autres monnaies, ainsi que des métaux précieux ;*
- *Effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts.*

18.2 La BCE définit les principes généraux des opérations d'open market et de crédit effectuées par elle-même ou par les banques centrales nationales, y compris de l'annonce des conditions dans lesquelles celles-ci sont disposées à pratiquer ces opérations. »

L'article 19 s'ouvre lui en posant que « la BCE est habilitée à imposer aux établissements de crédit établis dans les Etats membres la constitution de réserves obligatoires auprès de la BCE et des banques centrales nationales ».

Ces outils sont conçus pour permettre à l'Eurosystème de garantir la stabilité des prix et donc de lutter contre l'inflation. Pour mesurer l'inflation d'une manière harmonisée dans l'ensemble des États membres, la Banque Centrale Européenne utilise ce que l'on appelle l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). On commencera par voir qu'il peut être contradictoire de pouvoir lutter contre la hausse des prix des produits les plus carbonés et que cet outil pourrait donc être adapté pour prendre en compte la question climatique (Section I). Nous verrons ensuite qu'un puissant outil de verdissement de la politique monétaire consiste dans le fait de prendre en compte le réchauffement climatique dans le cadre de collatéral, c'est à dire vis-à-vis des garanties qui sont remises à l'Eurosystème en échange de la fourniture des crédits aux taux évoqués ci-dessus (Section II). Enfin, nous verrons que les réserves obligatoires sont aussi un outil qui peut être mobilisé pour verdir la politique monétaire (Section III).

Nous n'évoquerons pas ici le verdissement des opérations de refinancement et de la facilité de dépôt bien que cela constitue le cœur des outils de politique monétaire conventionnelle. En effet, il nous semblait plus pertinent de replacer cela dans une interrogation plus globale sur le processus de création monétaire à l'heure du réchauffement climatique (voir chapitre préliminaire).

Section I- Le verdissement de la cible d'inflation

L'article 140 du TFUE pose dans son premier paragraphe que :

« 1. Tous les deux ans au moins, ou à la demande d'un État membre faisant l'objet d'une dérogation, la Commission et la Banque centrale européenne font rapport au Conseil sur les progrès réalisés par les États membres faisant l'objet d'une dérogation dans l'accomplissement de leurs obligations pour la réalisation de l'Union économique et monétaire. Ces rapports examinent notamment si la législation nationale de chacun de ces États membres, y compris les statuts de sa banque centrale nationale, est compatible avec les articles 130 et 131 et avec les statuts du SEBC et de la BCE. Les rapports examinent également si un degré élevé de convergence durable a été réalisé, en analysant dans quelle mesure chaque État membre a satisfait aux critères suivants :

- la réalisation d'un degré élevé de stabilité des prix; cela ressortira d'un taux d'inflation proche de celui des trois États membres, au plus, présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix; (...) »

C'est au titre de cet article que la Banque Centrale Européenne utilise l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour mesurer l'inflation d'une manière harmonisée dans l'ensemble des États membres. Dans son considérant 4, le Règlement (UE) 2016/792 du Parlement et du Conseil du 11 mai 2016 explique que :

« Le Système européen de banques centrales (SEBC) utilise l'IPCH comme un indice permettant d'évaluer dans quelle mesure est atteint l'objectif de stabilité des prix poursuivi par le SEBC au titre de l'article 127, paragraphe 1, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, ce qui revêt une importance particulière pour la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire de

l'Union au titre de l'article 127, paragraphe 2, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. » [525]

[525] « Règlement (UE) 2016/792 du Parlement Européen et du Conseil du 11 mai 2016 relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés et à l'indice des prix des logements, et abrogeant le règlement (CE) n°2494/95 du Conseil ».

I- La cible d'inflation et l'IPCH

Dans la partie précédente, nous avons vu qu'en 1998, le Conseil des Gouverneurs avait défini la stabilité des prix comme « une progression sur un an de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) pour la zone euro inférieure à 2% ».[526] En effet, il faut garder à l'esprit qu'un taux d'inflation au-dessus de 0 % confère une marge de manœuvre de politique monétaire pour abaisser les taux d'intérêt en cas d'évolutions défavorables et un filet de sécurité contre le risque de déflation, cela fait donc en quelque sorte office de « tampon ». En 2021, à l'occasion de sa revue stratégique, l'Eurosystème a fait évoluer cela estimant que « l'objectif d'inflation fixé à 2 % fournit un point d'ancrage clair pour les anticipations d'inflation, condition essentielle au maintien de la stabilité des prix. »[527] C'est pourquoi « le Conseil des gouverneurs estime que viser un objectif d'inflation de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir la stabilité des prix. »[528]

On passe donc d'un objectif d'inflation, proche de, mais inférieur à 2%, à un objectif d'inflation de 2% à moyen terme, ce qui permet entre autres des dépassements temporaires de cette cible.

Pour ce qui est de l'IPCH, l'INSEE explique qu'il s'agit d'un indicateur permettant d'apprécier le respect du critère de convergence portant sur la stabilité des prix dans le cadre du traité de Maastricht. Il a donc été expressément conçu à des fins de comparaison intra-européenne.[529] Eurostat précise que « les indices des prix à la consommation harmonisés (IPCH) sont conçus pour la comparaison de l'inflation des prix à la consommation. Ils sont utilisés dans l'évaluation de la convergence de l'inflation requise par l'article 121 du traité d'Amsterdam et, par la Banque centrale européenne (BCE), pour le monitorage de la stabilité

[526] Banque Centrale Européenne, Rapport Annuel 1998, p8. Voir aussi : ECB, A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB, Press Release, 13 October 1998 https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html

[527] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE » [en ligne], 2021.

[528] CONSEIL DES GOUVERNEURS DE LA BCE, « Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé sa nouvelle stratégie de politique monétaire » [en ligne], 2021, [consulté le 3 septembre 2021].

[529] INSEE, « Description − Indice des prix à la consommation harmonisé », [en ligne] *Insee.fr* , [consulté le 8 juillet 2025]..

des prix dans le cadre de la politique monétaire. »[530] L'article 121 du traité d'Amsterdam est devenu l'article 140 du TFUE. En outre, le Protocole n°13 sur les critères de convergence prévoit en son article premier que « *L'inflation est calculée au moyen de l'indice des prix à la consommation sur une base comparable, compte tenu des différences dans les définitions nationales.* »

L'IPCH est donc un indice des prix à la consommation produit par chaque État membre de l'UE sur la base d'une méthodologie qui a été harmonisée et définie par le Règlement (UE) 2016/792 du 11 mai 2016 relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés et à l'indice des prix des logements.[531] Les indices qui en résultent sont donc directement comparables entre les pays et peuvent être agrégés.

Sans rentrer trop dans le détail de la construction de l'IPCH, il est néanmoins utile d'avoir à l'esprit qu'il existe 12 principales catégories de produits incluses dans cet indice : 1° Produits alimentaires ; 2° Boissons alcoolisées et tabac ; 3° Articles d'habillement 4° Logement, eau, électricité, gaz ; 5° Articles de ménage ; 6° Santé ; 7° Transports ; 8° Communications ; 9° Loisirs et culture ; 10° Enseignement ; 11° Hôtels et restaurants ; 12° Divers.[532]

L'IPCH permet donc de mesurer la variation du niveau général des prix des biens et des services entre deux périodes données. À l'occasion de sa revue stratégique en 2021, le Conseil des Gouverneurs a confirmé que l'IPCH demeure la mesure de l'évolution des prix appropriée en recommandant néanmoins d'y inclure progressivement le coût du logement.[533]

[530] EUROSTAT, « IPCH - indice global - https://ec.europa.eu/ » [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025].

[531] « Règlement (UE) 2016/792 du Parlement Européen et du Conseil du 11 mai 2016 relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés et à l'indice des prix des logements, et abrogeant le règlement (CE) n°2494/95 du Conseil ».

[532] EUROSTAT, *op. cit.*

[533] CONSEIL DES GOUVERNEURS DE LA BCE, « Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé sa nouvelle stratégie de politique monétaire » [en ligne], 2021, [consulté le 3 septembre 2021].

II- Un indice des prix inadapté à la transition écologique

L'annexe I du Règlement (UE) 2016/792 précise que l'IPCH doit notamment calculer l'évolution du prix de l'électricité, du gaz naturel et gaz de ville, des hydrocarbures liquéfiés (butane, propane, etc.), des combustibles liquides et solides, du charbon et des énergies thermiques. Cependant, Hélène Rey, fait remarquer qu'il est problématique que l'IPCH inclue les prix de l'énergie puisque que « l'inflation des prix du carbone étant élaborée par les dirigeants politiques de l'UE, la BCE ne saurait tenter de pousser d'autres prix à la baisse dans l'IPCH alors même que le prix de l'énergie augmente, ce qui créerait des distorsions encore plus importantes. » explique-t-elle.

La BCE est en partie consciente de cela, d'ailleurs Isabel Schnabel dans un discours de janvier 2022 expliquait que si par le passé les prix de l'énergie baissaient souvent aussi vite qu'ils augmentaient, la nécessité d'intensifier la lutte contre le changement climatique pourrait signifier que les prix des combustibles fossiles devront non seulement rester élevés, mais aussi continuer à augmenter si nous souhaitons atteindre les objectifs de l'accord de Paris sur le climat.[534]

Rey estime notamment qu'il est nécessaire pour « les décideurs monétaires d'établir une distinction entre les changements de prix engendrés par de bonnes raisons (par des changements structurels souhaitables) et ceux qui indiquent un déséquilibre temporaire entre l'offre et la demande. La BCE doit chercher à minimiser seulement cette deuxième catégorie. » De là, elle en conclut que la BCE va devoir abandonner l'indice IPCH tel qu'on le connaît et recourir plutôt à des « indices d'inflation sous-jacente excluant les prix de l'énergie », estimant que l'IPCH est inadapté au défi posé par le réchauffement climatique et la nécessité de décarboner l'économie. Elle ajoute que la BCE doit changer « l'indice des

[534] « While in the past energy prices often fell as quickly as they rose, the need to step up the fight against climate change may imply that fossil fuel prices will now not only have to stay elevated, but even have to keep rising if we are to meet the goals of the Paris climate agreement. » SCHNABEL Isabel, « Looking through higher energy prices? » [en ligne], 2022, [consulté le 26 janvier 2022]. [« Alors que, par le passé, les prix de l'énergie baissaient souvent aussi rapidement qu'ils augmentaient, la nécessité d'intensifier la lutte contre le changement climatique pourrait impliquer que les prix des combustibles fossiles devront désormais non seulement rester élevés, mais même continuer à augmenter si nous voulons atteindre les objectifs de l'accord de Paris sur le climat. »] (traduction libre)

prix qu'elle prend pour cible, afin que sa stratégie soit mieux adaptée aux défis plus larges de l'UE que constituent le climat et la décarbonation. »[535]

Éric Monnet estime aussi qu'il faudra adapter la composition de l'indice des prix, mais il note deux caractéristiques qui le rende adaptable à la transition écologique. D'abord le fait que cet indice est pondéré par la consommation. Dès lors, si un État taxe fortement un bien particulièrement polluant pour en décourager la consommation, l'indice augmentera peu si ce bien est effectivement peu consommé explique-t-il. Ensuite, il fait remarquer que « les prix des biens sont calculés pour une qualité équivalente dans le temps. Si l'on fait entrer la qualité environnementale dans le calcul, des biens dont la qualité environnementale se dégrade auront un prix qui augmente, alors que ceux dont la qualité environnementale augmente auront un prix plus stable. »[536]

Daniela Gabor avance le concept « d'inflation brune » (*brown inflation*) pour souligner qu'actuellement l'IPCH ignore l'empreinte carbone des biens et services dont il mesure l'évolution des prix. Considérant qu'il est souhaitable que les prix des biens et services les plus polluants (essence, voyage en avion) soient plus élevés, elle plaide pour une « écologisation de l'ICPH » qui permettrait selon elle et ses co-auteurs de rendre l'objectif de stabilité des prix plus cohérent avec l'objectif secondaire. Argument sur lequel nous ne pouvons que la rejoindre.[537]

---

[535] REY Hélène, « Le cœur de la nouvelle stratégie de la BCE », sur *Project Syndicate* [en ligne], publié le 8 octobre 2020, [consulté le 9 octobre 2020].

[536] MONNET Eric, *La Banque-providence*, Seuil et La République des Idées, 2021, p. 103.

[537] « In qualitative terms, the ECB should start to love 'brown inflation'. In its current version, the Harmonised Index of Consumer Prices ignores the carbon footprint of goods and services. In light of the desirability of higher prices for brown consumer goods and services (such as petrol and air travel), greening the HICP would take the bite out of the price-stability mandate, while rendering it more consistent with the ECB's secondary objective. » BRAUN Benjamin, GABOR Daniela et LEMOINE Benjamin, « Enlarging the ECB mandate for the common good and the planet » [en ligne], *Social Europe*, 8 juin 2020 [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025].. [« En termes qualitatifs, la BCE devrait commencer à aimer l'« inflation brune ». Dans sa version actuelle, l'indice des prix à la consommation harmonisé ne tient pas compte de l'empreinte carbone des biens et des services. Étant donné qu'il est souhaitable d'augmenter les prix des biens et services de consommation bruns (tels que l'essence et les voyages en avion), l'écologisation de l'IPCH réduirait l'impact du mandat de stabilité des prix, tout en le rendant plus cohérent avec l'objectif secondaire de la BCE. »] (traduction libre)

Tout comme le Règlement (UE) 2016/792 est venu abroger le Règlement (CE) 2494/95 du Conseil[538] pour « adapter ce cadre juridique aux besoins actuels et aux évolutions techniques et, ainsi, (d')améliorer encore la pertinence et la comparabilité des indices des prix à la consommation harmonisés »[539], il semble que le Règlement (UE) 2016/792 aurait besoin d'une profonde refonte pour intégrer la question climatique aux analyses qui en découlent. Ceci étant dit, il faut souligner que cette réécriture n'est pas du ressort de la BCE.

[538] « Règlement (CE) 2494/95 du Conseil du 23 octobre 1995 relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés du 27 octobre 1995 ».

[539] « Règlement (UE) 2016/792 du Parlement Européen et du Conseil du 11 mai 2016 relatif aux indices des prix à la consommation harmonisés et à l'indice des prix des logements, et abrogeant le règlement (CE) n°2494/95 du Conseil », considérant 5.

Section II- Le verdissement du « collatéral »

La section qui va suivre est consacrée à la notion de « collatéral ». Derrière ce terme, il y a l'introduction dans le vocabulaire financier français du terme anglais « *collateral* » qui se traduit littéralement par « garantie ». Par conséquent, lorsque l'on évoquera le collatéral, nous désignerons des garanties et plus précisément l'ensemble des garanties qui sont utilisées dans le monde financier : les titres, surtout, qui constituent l'essentiel du collatéral, mais également les espèces et plus rarement encore l'or ou d'autres types de biens ou de créances.

Depuis la crise de 2008, le renforcement de la sécurité du système financier a conféré au collatéral une importance de premier ordre. En effet, le collatéral a pour fonction de protéger le créancier contre le défaut de son débiteur (risque de crédit) puisqu'en cas de défaillance de son débiteur, le créancier pourra conserver les titres remis en collatéral pour les réaliser (les vendre par exemple) de sorte à couvrir ainsi sa perte financière. La liquidité et la qualité de crédit des titres mobilisés au collatéral sont donc les aspects les plus déterminants pour sécuriser une transaction financière.

Dans le cadre d'une transaction portant sur un produit dérivé, le collatéral peut aussi servir à protéger le créancier contre le risque de « remplacement ». Sur le marché des dérivés en cas d'évolution défavorable des conditions, la collatéralisation va permettre d'éviter à la contrepartie non-défaillante de subir une perte si le marché évolue défavorablement.

La Banque de France explique que : « Le recours au collatéral est systématique lors de l'octroi de liquidité au système bancaire par les banques centrales (même si la forme juridique de l'octroi de liquidité ainsi que le type de collatéral accepté peuvent varier en fonction des cadres de politique monétaire de chaque banque centrale). En effet, le rôle des banques centrales n'est pas de prendre des risques et, afin de garantir la qualité de leur bilan, la plupart d'entre elles sont contraintes, par la loi, de ne prêter que contre garanties. Le montant total de collatéral déposé auprès des banques centrales a

augmenté en raison des évolutions du cadre de politique monétaire adoptées à la suite de la crise financière de 2007-2008 »[540].

D'un point de vue juridique, il est intéressant de se pencher sur les critères d'éligibilité et les règles de décote (I). Au regard de cela, et en raison du fait que le collatéral occupe une place centrale parmi les outils de politique monétaire, on s'intéressera à la façon dont cet outil pourrait être verdi (II).

[540] Banque de France*, Paiements et infrastructures de marché à l'ère digitale,* 2023, pp277-278

I- Le Collatéral : cadre juridique

L'article 18(1) des Statuts du SEBC et de la BCE pose que *« Afin d'atteindre les objectifs du SEBC et d'accomplir ses missions, la BCE et les Banques Centrales Nationales peuvent : (...)*

- *Effectuer des opérations de crédit avec des établissements de crédit et d'autres intervenants du marché sur la base d'une sûreté appropriée pour les prêts. »*

Dans l'UE, les règles de mobilisation du collatéral ont été harmonisées par la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, dite directive « collatéral ». En France, ce texte a été transposé par l'ordonnance du 24 février 2005. La directive de 2002 a ensuite été complétée par la directive 2009/44/CE[541], transposée en droit français par l'ordonnance du 8 janvier 2009. Aujourd'hui, pour les activités de politique monétaire qui nous intéressent, c'est vers la Décision du Gouverneur de la Banque de France 2015-01 du 22 avril 2015 relative à la mise en œuvre de la politique monétaire et du crédit intra-journalier de la Banque de France (la Décision 2015-01) qu'il faut se tourner. Ce texte pose en effet en son article 58 paragraphe 2 que « Afin de participer aux opérations de crédit de l'Eurosystème, les contreparties fournissent à la Banque de France des actifs éligibles en tant que garanties de ces opérations. »

La Décision 2015-01 ajoute au paragraphe 3 de l'article 58 : *« Les contreparties fournissent des actifs éligibles :*

- *au moyen d'un transfert de propriété, qui prend juridiquement la forme d'un accord de pension ; ou*
- *par la création d'une sûreté, c'est-à-dire un nantissement, une cession ou une charge sur les actifs concernés, qui prend juridiquement la forme d'un prêt garanti, (...) »*

Autrement-dit, la mobilisation du collatéral se matérialise principalement par deux techniques : la pension-livrée (qu'on appelle communément « repo ») et le

[541] « Directive 2009/44/CE du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 98/26/CE concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres et la directive 2002/47/CE concernant les contrats de garantie financière, en ce qui concerne les systèmes liés et les créances privées ».

nantissement. L'achat/vente ou le prêt de titre sont également des techniques qui peuvent être utilisées, mais beaucoup plus rarement. La principale différence entre pension-livrée et nantissement réside dans le transfert de propriété ou le non transfert de propriété. Dans le cas de la pension-livrée, il y a transfert de propriété, alors que ce n'est pas le cas pour le nantissement.

Dans le monde anglo-saxon, on évoque la pension-livrée avec le terme « *repo* » pour « *repurchase* » ou rachat. En effet, la pension-livrée implique que la propriété des actifs constituant le pool de collatéral est transférée pendant la durée de la transaction. La partie débitrice et qui va donc fournir le collatéral pour que le créancier puisse se couvrir va transférer la propriété des titres qu'elle apporte à son créancier. Au terme du contrat, le créancier va rendre les titres remis en garantie à son débiteur si ce dernier n'a pas fait défaut.

Pendant la durée de l'opération, le créancier étant propriétaire des titres, il va bénéficier du produit qu'ils génèrent (coupon, dividende) et il pourra les réutiliser comme bon lui semble mais devra à l'échéance restituer les actifs.

Le nantissement permet, lui, au débiteur de rester propriétaire des actifs qu'il apporte en collatéral pendant toute la durée de la transaction. Cela lui permet de continuer à recevoir les produits de ses titres et le créancier ne peut réutiliser le collatéral qu'avec l'autorisation préalable du débiteur. Cependant, si le débiteur n'honore pas ses obligations au terme du contrat, le collatéral déposé en nantissement peut être liquidé par le créancier.

L'Eurosystème sécurise donc ses opérations de refinancement par la réception d'actifs en garantie. Les actifs qui sont remis doivent être éligibles (A) et vont subir une décote (B).

A) Les titres éligibles

L'Article 18(1) évoque la notion de « sûreté appropriée » sans que le Traité ne précise ce qu'il faut comprendre par là. En revanche, la Décision 2015-01 précise en son article 166(4) que « La Banque de France peut à tout moment réaliser tous les actifs

remis en garantie, sans retard excessif, et de telle manière qu'elle soit fondée à recouvrer la valeur du crédit fourni, si la contrepartie ne règle pas rapidement son solde négatif. »

En effet, le cadre de collatéral de l'Eurosystème harmonise pour l'ensemble des banques centrales de l'Eurosystème la question des actifs éligibles, la manière dont ils doivent être valorisés et la décote à appliquer.

Pour ce qui est des titres éligibles, comme l'explique l'article 61 de la Décision 2015-01, la BCE publie quotidiennement une liste à jour des actifs négociables éligibles sur son site internet[542]. Cet article ajoute que « les actifs négociables figurant sur la liste des actifs négociables éligibles deviennent éligibles pour utilisation dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème dès leur publication sur la liste. » [543]

Ces titres sont des actifs négociables offrant une qualité suffisante à l'Eurosystème du point de vue de l'émetteur, de la maturité, de la liquidité, etc. En plus, l'Eurosystème accepte en garantie des créances privées (crédits accordés par les établissements de crédit contreparties de politique monétaire). Pour les créances privées, comme pour les titres négociables, l'Eurosystème a fixé des règles communes d'éligibilité basées notamment sur la qualité de crédit du débiteur du prêt accordé. Ainsi, en cas de défaillance de la contrepartie de politique monétaire, l'Eurosystème sera protégé en devenant le créancier du débiteur du prêt.

D'ailleurs, pour se couvrir au mieux, la Décision 2015-01 énonce à l'article 59 que : « L'un des critères d'éligibilité des actifs est le respect, par ces derniers, des exigences de qualité de signature ».

Il existe deux grandes catégories d'actifs éligibles, les actifs négociables (1) et les actifs non négociables (2).

[542] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Liste des actifs négociables éligibles : https://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/assets/html/index.fr.html » [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025].

[543] « Décision du Gouverneur de la Banque de France n° 2015-01 du 22 avril 2015 relative à la mise en œuvre de la politique monétaire et du crédit intrajournalier de la Banque de France ».

1- Les actifs négociables éligibles

Les règles d'éligibilités des actifs négociables sont posées par la Décision 2015-01 aux articles 62 à 71.
D'abord, l'article 62 énonce que pour être éligibles, les titres doivent comporter un principal fixe et inconditionnel ou un principal inconditionnel « qui est indexé de façon uniforme sur un, et seulement un, indice d'inflation de la zone euro à un moment donné, cet indice ne contenant aucune autre structure complexe. » L'article 63 précise lui les structures de coupon qui sont acceptées, tandis que l'article 64 souligne que seuls les titres de créances non-subordonnés sont éligibles.

Les titres négociables, à l'exception des ABS, doivent disposer d'une notation titre, émetteur ou garant d'une qualité de crédit minimale de CQS3 (BBB-). Les ABS doivent disposer de deux notations d'une agence ECAI (*External Credit Assessment Institutions*) d'une qualité de crédit minimale de CQS2 (A-). On peut d'ailleurs s'étonner de tels critères et Jens van't Klooster fait bien remarquer que ce faisant, la BCE transfère un élément fondamental de sa politique monétaire à des entreprises privées basées aux États-Unis, plutôt que de s'appuyer sur sa propre évaluation de la viabilité d'un titre[544].

L'article 65 de la Décision 2015-01 ajoute que les titres négociables appartenant aux catégories acceptées listées ci-dessous doivent être libellés en euro.

[544] « (…) the ECB announced a new approach where the value of government debt as collateral became conditional on private credit ratings. The credit rating determines both whether debt issued by an individual government should be eligible and what haircuts should be applied. Rather than relying on its own assessment of debt sustainability or their compliance with the SGP [Stability Growth Pact], the ECB transferred authority over this crucial parameter of its monetary policy to US-based private firms. » VAN'T KLOOSTER Jens, « The Politicis of the ECB's market-based approach to government debt », *Socio-Economic Review*, 00, 2022, p. 1110. [« (...) la BCE a annoncé une nouvelle approche dans laquelle la valeur de la dette publique en tant que garantie est devenue conditionnelle aux notations des agences notations privées. La notation de crédit détermine à la fois si la dette émise par un gouvernement donné doit être éligible et quelles décotes doivent être appliquées. Plutôt que de s'appuyer sur sa propre évaluation de la solvabilité de la dette ou de leur conformité au Pacte de stabilité et de croissance, la BCE a transféré l'autorité sur ce paramètre crucial de sa politique monétaire à des entreprises privées basées aux États-Unis. »] (traduction libre)

a) Les titres non sécurisés

L'article 64 bis énonce que « les actifs négociables autres que les titres adossés à des actifs, les obligations sécurisées réglementées et les multi-cédulas sont des obligations non sécurisées de l'émetteur et du garant. »
L'article ajoute que « Pour être éligibles, les titres de créance sont émis ou garantis par les banques centrales des États membres, des entités du secteur public, des agences, des établissements de crédit, des sociétés financières autres que des établissements de crédit, des sociétés non financières, des banques multilatérales de développement ou des organisations internationales. »
Les titres souverains ou d'émetteurs publics, les obligations d'entreprises et les titres de créance bancaires sont donc éligibles. Ces titres peuvent être émis sous forme d'obligations ou de titres de créance négociables type NEU CP ou NEU MTN.

b) Les obligations sécurisées ou « covered bonds »

La Décision 2015-01 consacre une sous-section particulière aux critères d'éligibilité particuliers des obligations sécurisées garanties par un portefeuille d'actifs contenant des titres adossés à des actifs, qu'on désignera ici par le terme anglophone « covered bonds » ou obligations sécurisées.

c) Les titres adossés à des actifs

La Décision 2015-01 évoque aux articles 71 à 79 les titres adossés à des actifs ou *asset-backed securities* (ABS), c'est à dire les parts de titrisation par exemple. Parmi les différentes dispositions applicables à ces titres, on peut noter en particulier que l'article 73 de la Décision 2015-01 précise que l'Eurosystème accepte les titres adossés à des actifs dont les actifs sous-jacents sont homogènes et composés de :

- Créances hypothécaires
- Prêts aux petites et moyennes entreprises
- Prêts automobiles

- Prêts à la consommation
- Prêts de type crédit-bail
- Créances sur cartes de crédit

2- Les actifs non négociables éligibles

Les actifs non négociables qui peuvent être mobilisés au collatéral sont de deux types, les créances privées du cadre permanent (a) et les créances privées du cadre temporaire (b).

a) Les créances privées du cadre permanent (TRICP)

Le régime applicable aux créances privées du cadre permanent se trouve aux articles 89 à 105 de la décision 2015-01. L'article 89 introduit ces créances en expliquant à son premier paragraphe que : « Le type d'actif éligible est une créance privée, qui correspond à une dette d'un débiteur vis-à-vis d'une contrepartie. »

Les créances privées mobilisables dans le cadre permanent doivent être « senior », libellées en euro, soumises au droit d'un pays de la zone euro, transférables et peuvent avoir pour débiteur ou garant : « des sociétés non financières, des entités du secteur public (à l'exclusion des sociétés financières publiques), des banques multilatérales de développement ou des organisations internationales » comme le pose l'article 95 de la Décision du Gouverneur 2015-01.
Ces créances privées peuvent prendre la forme d'un crédit syndiqué, d'un prêt amortissable ou d'une ligne de crédit utilisée.
Enfin, comme l'énonce l'article 93 de la Décision, les créances privées doivent être d'un montant minimal de 25.000€ au moment de leur mobilisation.

b) Les créances privées supplémentaires du cadre temporaire

En réaction à la crise économique et financière engendrée par le coronavirus, l'Eurosystème a adopté des mesures de politique monétaire supplémentaires qui se sont traduites par la Décision n°2020-02 du 20 avril 2020 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de la Banque de France et l'éligibilité des garanties (la Décision 2020-02).
Parmi ces mesures supplémentaires, l'article 4 de la Décision 2020-02 pose que :
« La Banque de France accepte à titre de garantie aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème des créances privées qui ne satisfont pas aux critères d'éligibilité de l'Eurosystème (« créances privées supplémentaires ») ».

L'article 4 (BDF 1) précise que la Banque de France accepte en tant que créances privées additionnelles, des prêts aux entreprises conformes aux critères suivants :

- « Les prêts aux entreprises, libellés en euros ou en dollars (USD), disposant d'une notation émetteur ou garant d'une qualité de crédit minimale de CQS5 (probabilité de défaut à un an inférieure ou égale à 1,5% (notation IRB ou FIBEN 4)). »[545]
- Les crédits à l'exportation en euros ou en dollars (USD) assurés ou garantis par Bpifrance Assurance Export, pour la seule part assurée ou garantie par cette dernière
- Les prêts aux entreprises qui portent sur des opérations de location sans option d'achat
- Les prêts aux entreprises garantis par l'État français octroyés dans le cadre du plan COVID de mars 2020

Ces prêts sont régis par le droit français ou allemand.

[545] BANQUE DE FRANCE, « Catégories d'actifs acceptées en collatéral », sur *Banque de France* [en ligne], publié le 8 avril 2020, [consulté le 3 février 2022].

B) La décote appliquée ou « haircut »

On comprend donc que pour accéder aux refinancements de l'Eurosystème, les banques commerciales doivent déposer des titres éligibles auprès de la banque centrale de façon à offrir à la banque centrale une garantie en cas de défaillance. Ces titres remis en garantie vont, en fonction de leur qualité, subir ce que l'on appelle une décote, ou un « *haircut* », plus ou moins importante afin que la banque centrale se couvre contre une éventuelle variation de la valeur de l'actif déposé en garantie. La BCE explique qu'« appliquer une décote consiste à réduire la valeur des garanties en fonction de leur niveau de risque »[546]. Yanis Dafermos et ses coauteurs précisent qu'en cas de défaillance de la banque commerciale, le prix auquel la banque centrale sera contrainte de céder l'actif remis en garantie peut se révéler inférieur à celui auquel il a été déposé, ce qui générerait une perte pour la Banque centrale. Le régime des décotes qu'appliquent les banques centrales vise précisément à se protéger contre cela.[547] Plus la décote est élevée, plus la banque centrale est protégée contre l'incertitude de la valorisation avant le défaut de la contrepartie ou contre les changements de valeur après

[546] BCE, « La BCE prend de nouvelles mesures visant à intégrer le changement climatique à ses opérations de politique monétaire » *Communiqué de Presse*, 4 juillet 2022, [en ligne], [consulté le 3 février 2022].

[547] « Haircuts are a risk management tool that are intended to act as a safety cushion for central banks. In exchange for lending money to a bank, central banks acquire legal ownership of the collateral, which can be sold to recover the money lent should the borrower default. Collateral that is traded on the financial markets is, however, subject to price fluctuations. The price at which the central bank will be forced to sell the asset may be lower than when it was posted as collateral. This would generate a loss for the central bank. To protect themselves against such potential price falls, central banks tailor their haircut regimes to reflect the expected price volatility of eligible collateral. » DAFERMOS Yannis, GABOR Daniela, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Greening the Eurosystem collateral framework: How to decarbonise the ECB's monetary policy », *New Economics Foundation*, 2021, p. 10. [« Les décotes sont un outil de gestion des risques destiné à servir de coussin de sécurité aux banques centrales. En échange d'un prêt à une banque, les banques centrales acquièrent la propriété légale du collatéral, qui peut être vendu pour récupérer l'argent prêté en cas de défaillance de l'emprunteur. Les garanties négociées sur les marchés financiers sont toutefois soumises à des fluctuations de prix. Le prix auquel la banque centrale sera contrainte de vendre l'actif peut être inférieur à celui auquel il a été déposé en garantie. Cela entraînerait une perte pour la banque centrale. Pour se protéger contre ces baisses de prix potentielles, les banques centrales adaptent leurs régimes de décote afin de refléter la volatilité attendue des prix des garanties éligibles. »] (traduction libre)

le défaut de la contrepartie, mais plus les besoins en garanties sont élevés pour un volume donné d'emprunts à la banque centrale.[548]

La valeur des décotes appliquée dépend d'un certain nombre de facteurs et en particulier : la qualité de crédit de l'émetteur de l'obligation (c'est-à-dire sa notation), le temps restant jusqu'au remboursement de l'obligation et le taux d'intérêt payé sur l'actif à intervalles réguliers, qui peut être fixe, nul ou variable.

[548] « (…) to reduce the probability of losses during the liquidation period, a certain percentage of the collateral value needs to be deducted when accepting the collateral. This helps establish the amount of credit that can be provided in exchange for the collateral. The percentage deducted from the collateral value to establish the borrowing potential is called the collateral haircut. (…) The higher the haircut (against valuation uncertainty before counterparty default or against value changes after counterparty default), the better the central bank is protected, but the higher the collateral needs are for a given volume of central bank borrowing. » BINDSEIL Ulrich, CORSI Marco, SAHEL Benjamin *et al.*, « The Eurosystem collateral framework explained », *ECB Occasional Paper Series*, n°189, 2017 p. 17. [« (...) pour réduire la probabilité de pertes pendant la période de liquidation, un certain pourcentage de la valeur de la garantie doit être déduit lors de l'acceptation de la garantie. Cela permet d'établir le montant du crédit qui peut être accordé en échange de la garantie. Le pourcentage déduit de la valeur de la garantie pour établir le potentiel d'emprunt est appelé décote (...) Plus la décote est élevée (contre l'incertitude de la valorisation avant la défaillance de la contrepartie ou contre les variations de valeur après la défaillance de la contrepartie), mieux la banque centrale est protégée, mais plus les besoins de garantie sont élevés pour un volume donné d'emprunts de la banque centrale. »] (traduction libre)

II- Le verdissement du collatéral

Pour rappel, en 2015 Marc Carney qui était le Gouverneur de la Banque d'Angleterre, avait prononcé un discours à la Lloyds of London dans lequel il expliquait que le réchauffement climatique était porteur de trois grands risques pour le secteur financier : le risque physique, le risque de transition et le risque de responsabilité aussi appelé risque juridique.[549] Les risques physiques recouvrent les pertes pouvant être provoquées par les événements météorologiques extrêmes et ce que l'on appelle les changements chroniques (élévation du niveau des mers et océans par exemple) dus au changement du climat. Les risques de transition renvoient aux conséquences économiques et financières d'une transition brutale et désordonnée vers une économie bas-carbone. Enfin, le risque juridique renvoie lui au risque de contentieux qui pèse sur certains acteurs jugés particulièrement responsables du processus de réchauffement climatique et de la destruction de la biodiversité (par exemple l'affaire Shell aux Pays-Bas[550]). On voit donc que ces risques climatiques pourraient affecter la capacité du SEBC à se prémunir contre les risques pesant sur son bilan. Il est vrai que tant que les risques liés au changement climatique ne sont pas reflétés avec précision dans les prix de marché des actifs ou dans les notations de crédit, ils peuvent ne pas être traités de manière adéquate. En conséquence de quoi, des modifications du cadre de collatéral visant à diminuer ces risques pour protéger le bilan de l'Eurosystème seraient donc conformes aux exigences de l'article 18(1) qui impose d'avoir des suretés appropriées[551].

---

[549] CARNEY Mark, « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - Speech given at Lloyd's of London. », 2015.

[550] « District Court de la Haye, Milieudefensie et autres c. Royal Dutch Shell plc. », 2021.

[551] « Physical and transition risks related to climate change could affect the ability of the Eurosystem's central banks to protect against risks to their balance sheets. To the extent that climate change-related risks are not accurately reflected in market prices of assets or credit ratings, risks may not be adequately addressed. Possible changes to the collateral or counterparty frameworks which aim to mitigate these risks to avoid incurring losses, and thereby to protect the Eurosystem's balance sheet, could therefore be within the remit of Article 18.1 of the ESCB/ECB Statute. » ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 376. [« Les risques physiques et de transition liés au changement climatique pourraient affecter la capacité des banques centrales de l'Eurosystème à se protéger contre les risques pesant sur leurs bilans. Dans la mesure où les risques liés au changement climatique ne sont pas correctement pris en compte dans les prix de marché des actifs

En 2022, à la suite du processus de revue stratégique, la BCE a annoncé vouloir « tenir compte du changement climatique dans (…), son dispositif de garanties, ses exigences de déclaration et sa gestion des risques, conformément à son programme d'action pour le climat ».[552] Dans son communiqué de presse, la BCE précisait que l'Eurosystème « limitera la part des actifs émis par des entités à empreinte carbone élevée qui peuvent être apportés en garantie par des contreparties dans le cadre d'emprunts auprès de l'Eurosystème. Le nouveau régime de limites vise à réduire les risques financiers liés au climat dans les opérations de crédit de l'Eurosystème »[553]. L'Eurosystème entendait à l'époque commencer par appliquer cette mesure aux instruments de dette négociables émis par des entreprises n'appartenant pas au secteur financier puis l'étendre à d'autres catégories d'actifs. L'Eurosystème espérait aussi faire rentrer cette mesure en vigueur avant la fin 2024. Pourtant, force est de constater que l'Eurosystème a pris du retard pour ce faire car aucune mesure de ce type n'était fin 2024 à l'horizon.

Dans ce même communiqué de presse la BCE avait annoncé, qu'à horizon 2026, elle entendait accepter « en garantie de ses opérations de crédit uniquement des actifs négociables et des créances privées d'entreprises et de débiteurs respectant la directive sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD), une fois celle-ci pleinement mise en

ou les notations de crédit, les risques pourraient ne pas être traités de manière adéquate. D'éventuelles modifications des dispositifs de garanties ou de contreparties visant à atténuer ces risques afin d'éviter de subir des pertes, et donc de protéger le bilan de l'Eurosystème, pourraient donc relever de l'article 18.1 des statuts du SEBC et de la BCE. »] (traduction libre)

[552] BCE, « La BCE prend de nouvelles mesures visant à intégrer le changement climatique à ses opérations de politique monétaire » *Communiqué de Presse*, 4 juillet 2022, [en ligne], [consulté le 3 février 2022].

[553] BCE, « La BCE prend de nouvelles mesures visant à intégrer le changement climatique à ses opérations de politique monétaire » *Communiqué de Presse*, 4 juillet 2022, [en ligne], [consulté le 3 février 2022].

œuvre ». La CSRD[554] a été transposée en droit français par une Ordonnance[555] et un Décret[556], cependant la notion « d'entreprises et de débiteurs respectant » la CSRD qu'évoque le communiqué de presse pose question. S'agit-il simplement des entités qui procéderont aux publications exigées par la CSRD ou cela implique-t-il de respecter un certain niveau de durabilité ? Surtout, comment l'Eurosystème procédera-t-il à cette vérification ? En effet, dans le communiqué de presse, la BCE précisait que cette « exigence s'appliquera à toutes les entreprises relevant de cette directive ». Pourtant, seules les entreprises côtées sur un marché réglementé verront leur respect de la CSRD contrôlé par une autorité, l'AMF en l'espèce. Pour les sociétés côtées sur des marchés non règlementés et les entreprises non côtées aucune autorité de contrôle n'a été désignée par les textes de transposition français. Pour ces dernières entités, schématiquement, la seule démarche à faire est le dépôt du rapport de gestion au guichet des formalités des entreprises du greffe des tribunaux de commerce. Rapport qui doit être certifié par un Commissaire aux comptes ou un auditeur et contenir les éléments de durabilité qu'exige la CSRD. Cependant, aucune liste ne sera dressée par les tribunaux de commerce pour expliciter quelles entreprises sont conformes ou non. D'ailleurs, les juges consulaires ne contrôlent pas systématiquement le contenu de ces rapports et en cas de défaut dans la publication l'entreprise ne s'expose qu'à une amende de 3000 euros. Par conséquent, *a fortiori*, il n'existera pas de liste consolidée des entreprises françaises ayant bien procédé aux publications qu'exige la CSRD. Au regard de la transposition française mais aussi d'autres transpositions effectuées par certains pays membres comportant les mêmes faiblesses, et donc de l'absence de données exploitables en résultant, il semble difficile que l'Eurosystème puisse

[554] Directive (UE) 2022/2464 du Parlement Européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) n°537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises.

[555] Ordonnance n°2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales.

[556] Décret n°2023-1394 du 30 décembre 2023 pris en application de l'ordonnance n° 2023-1142 du 6 décembre 2023 relative à la publication et à la certification d'informations en matière de durabilité et aux obligations environnementales, sociales et de gouvernement d'entreprise des sociétés commerciales.

effectivement faire du respect des obligations de publication de la CSRD un critère d'éligibilité au collatéral.

Partant donc du principe que les entreprises dont les titres se retrouvent au collatéral de l'Eurosystème sont exposées, à des degrés divers, à ces risques, il est possible d'essayer d'analyser dans quelle mesure l'Eurosystème est en retour exposé à cela et les mesures qu'il pourrait mettre en œuvre pour verdir son collatéral. Pour faire évoluer le collatéral vers un outil plus porteur des questions climatiques, il est possible de jouer sur deux leviers, d'une part via la question des critères d'éligibilité des actifs pouvant être remis en collatéral (A) et d'autre part via le calcul des décotes appliquées à ces titres (B). C'est d'ailleurs ainsi qu'a procédé la Banque d'Angleterre en 2024, en activant le levier de l'éligibilité et le levier des décotes, comme nous le verrons à titre d'exemple dans chacune des sous-parties qui suivent.

A) Un verdissement du collatéral via une évolution des critères d'éligibilité

S'intéressant en particulier au risque de transition, des experts de la Banque de France ont travaillé à ce problème et ont pris comme référence l'objectif de l'UE de réduire ses émissions de CO2 de 55% d'ici à 2030. Comme on l'a vu, en vertu de son mandat, l'Eurosystème doit prendre acte de la transformation économique considérable qui pourrait s'opérer et ainsi impacter la qualité des actifs qu'il détient à son bilan. Ils expliquent que déterminer la probabilité de chaque scénario de décarbonation et le prix des actifs qui en résulterait n'est pas possible, mais que l'on peut estimer néanmoins dans quelles mesures certaines activités, et donc les actifs qui y sont associés, sont alignées avec certains scénarios. Ils soulignent que plus un pool de collatéral est aligné sur l'objectif 2°C par exemple, plus il est capable de faire face aux risques de transition. Par conséquent, une banque centrale souhaitant se protéger de ce risque devrait chercher à accepter un collatéral avec le plus d'actifs possibles alignés sur cet objectif. Après avoir travaillé avec deux méthodologies d'alignement différentes appliquées aux données de collatéral de l'Eurosystème, les experts concluent que le collatéral éligible et mobilisé n'est en moyenne pas « aligné » avec les objectifs de l'accord de Paris. Par

conséquent, le collatéral de l'Eurosystème est donc fortement exposé aux risques de transition.[557]

En effet, Simon Dikau, Nick Robins et Ulrich Volz expliquent que l'évaluation des risques sous-jacents aux cadres de garanties pourrait être adaptée de sorte à mieux prendre en compte les risques liés au changement climatique et les autres risques environnementaux. Cela se traduirait d'abord par une modification des décotes et de l'évaluation des garanties, ainsi que du pool de garanties éligibles. Ensuite, les actifs des entreprises fortement exposées au risque de transition lié au climat pourraient être complètement exclus des actifs éligibles. Cela aurait des implications positives pour l'alignement sur les objectifs de l'Accord de Paris des opérations de refinancement, mais aussi des programmes d'achat d'actifs.
Cependant, il faut bien voir que de telles exclusions d'actifs ont pour conséquence de réduire le montant total des garanties pouvant être mobilisé au collatéral, ce qui a une incidence négative sur l'accès des institutions financières à la liquidité. Il est donc essentiel de remplacer les actifs exclus par des actifs respectueux de l'environnement. L'Eurosystème pourrait donc imposer aux banques commerciales qu'elles apportent en collatéral un pool d'actifs aligné sur les objectifs de durabilité, tout en les laissant libres de choisir la composition de ce pool.[558] Antoine Oustry et ses coauteurs sont aussi

[557] « The numerical experiment using Eurosystem marketable collateral data suggests that, in aggregate and despite some differences across methodologies and metrics, neither the Eurosystem eligible collateral universe nor the collateral pledged is "aligned" with the climate targets of the European Union. Hence, the Eurosystem marketable collateral can be considered to be exposed to climate-related transition risks. » OUSTRY Antoine, ERKAN Bünyamin, SVARTZMAN Romain *et al.*, « Climate-related Risks and Central Banks' Collateral Policy », Working Paper n°790, *Banque de France*, décembre 2020, p. ii. [« L'expérience numérique menée à partir des données relatives aux garanties négociables de l'Eurosystème suggère que, dans l'ensemble et en dépit de certaines différences entre les méthodologies et les mesures, ni l'univers des garanties éligibles de l'Eurosystème ni les garanties mises en gage ne sont « alignés » sur les objectifs de l'Union européenne en matière de climat. Par conséquent, les garanties négociables de l'Eurosystème peuvent être considérées comme exposées aux risques de transition liés au climat. »] (traduction libre)

[558] « First, the underlying risk assessment for collateral frameworks could be adjusted to better account for climate change-related and other environmental risks, leading to a change of haircuts and collateral valuation, as well as of the eligible collateral pool. In a second step, assets from firms heavily exposed to climate-related transition risk could be excluded, (…) » DIKAU Simon, ROBINS Nick et VOLZ Ulrich, « A Toolbox for Sustainable Crisis Response Measures for Central Banks and Supervisors », *INSPIRE Briefing Paper. London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics and Political Science and SOAS Centre for Sustainable Finance*, 2020, p. 8. [« Tout d'abord, l'évaluation du risque sous-jacent pour les cadres de garanties

favorables à cette approche car elle vise à mesurer la compatibilité d'un portefeuille d'actifs financiers avec des objectifs climatiques spécifiques comme un réchauffement climatique maximal de 1,5°C ou 2°C, ce qui en l'espèce est particulièrement compatible avec les engagements internationaux et les objectifs de l'Union Européenne[559].

La Banque d'Angleterre a entrepris en 2024 une mesure de ce type en décidant de rendre les prêts immobiliers dis « *buy-to-let* » (ou investissement locatif) inéligibles au collatéral si leur diagnostic de performance énergétique (DPE) les classe « F » ou pire. Lorsque le DPE n'est pas disponible et que le prêt a été octroyé après le 1er août 2024, le prêt est aussi réputé par la Banque d'Angleterre inéligible au collatéral[560].

---

pourrait être ajustée pour mieux prendre en compte les risques liés au changement climatique et les autres risques environnementaux, ce qui entraînerait une modification des décotes et de l'évaluation des garanties, ainsi que de l'ensemble des garanties éligibles. Dans un deuxième temps, les actifs des entreprises fortement exposées au risque de transition lié au climat pourraient être exclus, (...) »] (traduction libre)

[559] « En effet, en adoptant une « *climate-hedging portfolio approach* », une banque centrale peut simultanément atteindre deux objectifs : ajuster sa politique de collatéral pour la rendre compatible avec l'accord de Paris (afin de limiter les risques de transition pesant sur son collatéral), tout en laissant le soin aux contreparties de gérer de manière flexible et d'optimiser leur pool de collatéral soumis à une contrainte de « température ».» OUSTRY Antoine, ERKAN Bünyamin, SVARTZMAN Romain *et al.*, « Risques climatiques et Politique de Collatéral des Banques Centrales : une expérience méthodologique », *Revue économique*, 73, 2022, p. 182.

[560] « To mitigate risks associated with non-compliant properties, the Bank is updating its eligibility criteria for Buy-to-Let (BtL) mortgages. Specifically, non-compliant mortgages will no longer be eligible as collateral in the Bank's Sterling Monetary Framework (SMF) operations. Where a property has a valid exemption in place, the SMF counterparty must confirm this to the Bank in order for the mortgage to be eligible as SMF collateral.

BtL mortgages for which SMF counterparties do not provide EPC ratings that are originated after 1 August 2024 will likewise be ineligible as SMF collateral. For BtL mortgages originated before 1 August 2024 with no reported EPC ratings, the Bank will apply a tiered treatment to recognise some challenges that lenders face in obtaining comprehensive EPC data for their back books. » Bank of England, Updates to eligibility of residential mortgage collateral in the Sterling Monetary Framework to reflect the Domestic Minimum Energy Efficiency Standard (MEES) Regulations, *Market Notice*, sur *Bank of England,* [en ligne], publié le 23 mai 2024, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Afin d'atténuer les risques liés aux propriétés non conformes, la Banque d'Angleterre actualise ses critères d'éligibilité pour les prêts immobiliers destinés à l'investissement locatif. Plus précisément, les prêts immobiliers non conformes ne seront plus éligibles en tant que garantie dans les opérations SMF de la Banque. Lorsqu'un bien immobilier fait l'objet d'une exemption valide, la contrepartie SMF doit le confirmer à la Banque pour que le prêt soit éligible en tant que garantie SMF. Les prêts immobiliers pour lesquelles les contreparties SMF ne fournissent pas de DPE et qui sont originées après le 1er août 2024 seront également inéligibles en tant que garantie SMF. Pour les prêts immobiliers destinés à l'investissement locatif dont l'origine est antérieure au 1er août 2024 et pour lesquelles aucun DPE n'a été communiquée,

B) Un verdissement du collatéral possible grâce à des règles de décotes « vertes »

Andrew McConnel, Boyan Yanovski et Kai Lessmann ont aussi produit une intéressante analyse du collatéral comme outil de lutte contre le réchauffement climatique pour les banques centrales.[561] Comme on l'a vu, pour accéder aux refinancements de l'Eurosystème, les banques commerciales doivent déposer des garanties auprès de la banque centrale, mais ces garanties vont, en fonction de leur qualité, subir une décote (on parle aussi de *haircut*) plus ou moins importante afin que la banque centrale se couvre contre une éventuelle variation de la valeur de l'actif déposé en garantie. Par conséquent, ils expliquent que les décotes appliquées aux titres apportés au collatéral offrent aux banques centrales un outil leur permettant de corriger une éventuelle mauvaise évaluation du risque climatique par le marché. En effet, ils posent de façon très claire qu'une composante importante de la demande pour un actif qui sera donné en garantie réside dans sa valeur pour les opérations de refinancement. Ainsi, la demande d'un actif, et par conséquent son prix, est réduite si une décote lui est appliquée par la banque centrale en cas de remise en garantie.

Partant de là, ils proposent l'idée d'appliquer des décotes aux actifs en fonction de leur intensité en carbone. Ce faisant, les banques centrales signaleraient une mauvaise évaluation du risque climatique et feraient baisser le prix des actifs à forte intensité en carbone. En diminuant l'utilité des titres « bruns », ces décotes peuvent aussi conduire à renchérir le taux d'intérêt que les banques commerciales pratiquent à ces acteurs et donc *in fine* permettre aussi de dissuader les prêts aux secteurs les plus carbonés. La décote de la valeur des actifs bruns présente aussi l'intérêt de clairement refléter dans leur valeur de garantie pour les opérations de refinancement le fait qu'ils sont très exposés au risque de transition, ce qui permet aussi de protéger les banques centrales.[562]

---

la Banque appliquera un traitement différencié afin de tenir compte de certaines difficultés rencontrées par les prêteurs pour obtenir des DPE complet pour leurs portefeuilles de titres. »] (traduction libre)

[561] MCCONNELL Andrew, YANOVSKI Boyan et LESSMANN Kai, « Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation », Social Science Research Network, 2020.

[562] « Although there is only an indirect pass through to the real economy, brown collateral haircuts are an effective tool as they can potential deter lending to brown sectors. Brown collateral haircuts are the most promising candidate for a green monetary policy instrument, in particular because it can be motivated as a macro-prudential measure that simply takes into account the quality of the collateral posted against central bank loans. Brown assets are clearly exposed to transition risk and this should

En 2024, la Banque d'Angleterre a décidé de jouer sur ce levier des décotes en augmentant les décotes des prêts immobiliers les plus sensibles aux chocs sur le prix de l'énergie, c'est-à-dire ceux ayant le plus mauvais DPE. Lorsque les DPE ne sont pas publiés, les prêts se voient attribués des « hypothèses conservatrices » de DPE, et donc des décotes importantes. Les décotes ont aussi été augmentées pour les prêts immobiliers finançant des actifs particulièrement exposés au risque d'inondation[563].

McConnel et ses coauteurs suggèrent également que soit mise en place une prime aux actifs verts apportés en garantie (ils parlent de « *hairgrowth* »). Cet ajustement de la valeur de la garantie viserait à refléter leur qualité supérieure en termes de robustesse au risque de transition. Comme nous l'avons évoqué, le risque des décotes ou des exclusions de certains actifs est que les banques commerciales n'aient plus un univers

be reflected in their collateral value for refinancing operations. » *Ibid.*, p. 8. [« Bien qu'il n'y ait qu'une répercussion indirecte sur l'économie réelle, les décotes brunes sur le collatéral sont un outil efficace car elles peuvent potentiellement dissuader les prêts aux secteurs bruns. La décote des brunes est le candidat le plus prometteur pour un instrument de politique monétaire vert, en particulier parce qu'elle peut être motivée comme une mesure macroprudentielle qui prend simplement en compte la qualité de la garantie déposée contre les prêts de la banque centrale. Les actifs bruns sont clairement exposés au risque de transition et cela devrait se refléter dans leur valeur de garantie pour les opérations de refinancement. »] (traduction libre)

563 « The EPC ratings, (…) measure a property's energy efficiency, and provide insights into mortgagors' exposure to energy price shocks. In this context, the Bank is adjusting its haircut models to protect the Bank against potential financial losses arising from mortgagors' exposure to energy price shocks in owner occupied mortgage collateral. Relevant mortgages with no reported EPC ratings will be subject to conservative assumptions, which will tend to increase collateral haircuts relative to a scenario in which counterparties provide EPC data. These adjustments will be rolled out alongside similar measures to protect against possible financial losses from the risk of more frequent and severe flooding. » Bank of England, Updates to eligibility of residential mortgage collateral in the Sterling Monetary Framework to reflect the Domestic Minimum Energy Efficiency Standard (MEES) Regulations, *Market Notice*, 23 mai 2024, sur *Bank of England* [en ligne], publié le 23 mai 2024, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Les DPE mesurent l'efficacité énergétique d'un bien immobilier et donnent une idée de l'exposition des débiteurs hypothécaires aux chocs des prix de l'énergie. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre ajuste ses modèles de décote afin de se protéger contre les pertes financières potentielles résultant de l'exposition des débiteurs des prêts immobiliers aux chocs des prix de l'énergie pour les prêts immobiliers destinés à financer l'acquisition de sa résidence. Les prêts immobiliers dont le DPE n'a pas été communiquée feront l'objet d'hypothèses prudentes, qui tendront à augmenter les décotes des garanties par rapport à un scénario dans lequel les contreparties fourniraient des DPE. Ces ajustements seront mis en œuvre parallèlement à des mesures similaires de protection contre les pertes financières éventuelles liées au risque d'inondations plus fréquentes et plus graves. »] (traduction libre)

de titres suffisamment important pour leur permettre de se refinancer. La prime aux actifs verts permettrait de remédier en partie à cet écueil.[564]

Yanis Dafermos et Daniela Gabor ajoutent cependant que les décotes ne sont pas seulement déterminantes dans la relation entre les banques centrales et les banques commerciales, mais qu'elles influent plus généralement sur l'ensemble du système financier. Ils expliquent que les institutions financières privées ont aussi recours au collatéral dans leurs activités de prêts et qu'elles appliquent leurs propres décotes mais que leurs critères d'éligibilité et leurs normes de décotes sont fortement influencés par ceux fixés par l'Eurosystème. Par conséquent, le dispositif de garanties de l'Eurosystème a des implications plus larges pour le fonctionnement du système financier. Les décisions des banques centrales de faire varier les décotes ou les critères d'éligibilité en fonction du risque de crédit peuvent renforcer les spirales de liquidité et influencer de manière significative la dynamique sous-jacente des prix et l'allocation du capital dans le secteur financier plus largement.[565]
À l'appui de cette idée, il a été montré que les obligations éligibles bénéficient de conditions de financement plus favorables que les obligations non éligibles et que des

[564] « An interesting alternative to brown haircuts is green "hairgrowth". This is a policy in which the collateral value of green assets is increased. This collateral valuation adjustment can reflect their superior quality in terms of their robustness to transition risk. As the volume of green assets is substantially lower than that of brown assets it could be that upon cutting the value of brown collateral, banks might have insufficient assets to exhaust the central bank credit potential. The inability of central banks to supply sufficient credit to banks would be problematic during an economic contraction. Green hairgrowth would help banks constrained under brown haircuts to access credit.» MCCONNELL Andrew, YANOVSKI Boyan et LESSMANN Kai, « Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation », Social Science Research Network, 2020, p. 9. [« Une alternative intéressante aux décotes brunes est la « décote vertes ». Il s'agit d'une politique qui consiste à augmenter la valeur de garantie des actifs verts. Cet ajustement de la valeur de la garantie peut refléter leur qualité supérieure en termes de résistance au risque de transition. Le volume des actifs verts étant nettement inférieur à celui des actifs bruns, il se pourrait qu'en réduisant la valeur des garanties brunes, les banques n'aient pas suffisamment d'actifs pour répondre aux exigences de crédit de la banque centrale. L'incapacité des banques centrales à fournir des crédits suffisants aux banques serait alors problématique en cas de contraction économique. La « décote verte » aiderait les banques limitées par les décotes brunes à accéder au crédit. »] (traduction libre)

[565] DAFERMOS Yannis, GABOR Daniela, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Greening the Eurosystem collateral framework: How to decarbonise the ECB's monetary policy », New Economics Foundation, 2021.

décotes plus élevées sont associées à des rendements obligataires plus élevés.[566] La Banque de France a aussi démontré dans une étude que les entreprises dont les obligations sont ajoutées au cadre de garanties de la BCE bénéficient de taux d'intérêt inférieurs à ceux des entreprises non éligibles. Cette étude ajoute que les entreprises nouvellement éligibles ont reçu une quantité plus importante de crédit, par rapport aux entreprises non éligibles.[567]

On voit donc que les arguments en faveur d'une évolution du cadre de collatéral vers une inclusion des considérations climatiques sont nombreux, mais il faut aussi souligner à quel point le *statu quo* n'est pas juridiquement acceptable dans la perspective pour l'Eurosystème de se conformer à son mandat. En effet, à l'instar de ce que l'on avait pu voir pour le CSPP dans la partie précédente, il ressort de l'analyse de Dafermos, Gabor et leurs co-auteurs que l'Eurosystème inclut dans son collatéral un grand nombre d'obligations émises par des entreprises des secteurs les plus émetteurs de gaz à effet de serre et qu'il applique des décotes à ces titres sans prendre en compte leur empreinte climatique ou leur risque climatique.[568] L'Eurosystème créer donc des

[566] « Our empirical analysis shows a positive relation between funding constraint and bond yields. In particular, 1% difference in the haircuts across bonds leads to a 3.42 basis point difference in bond yields. The effect is sizable and corroborates the theoretical predictions (…) that investors demand higher compensation for bonds with higher haircuts » NGUYEN Minh, « Collateral haircuts and bond yields in the European government bond markets », *International Review of Financial Analysis*, 69, 2020, p. 2 [« Notre analyse empirique montre une relation positive entre la contrainte de financement et les rendements obligataires. En particulier, une différence de 1% dans les décotes entre les obligations conduit à une différence de 3,42 points de base dans les rendements obligataires. L'effet est significatif et corrobore les prédictions théoriques (...) selon lesquelles les investisseurs exigent une rémunération plus élevée pour les obligations dont la décote est plus élevée. »] (traduction libre) ; voir aussi : PELIZZON Loriana, RIEDEL Max, SIMON Zorka *et al.*, « Collateral Eligibility of Corporate Debt in the Eurosystem », *Social Science Research Network,* 2020.

[567] MÉSONNIER Jean-Stéphane, O'DONNELL Charles et TOUTAIN Olivier, « The interest of Being Eligigle », Banque de France, 2017.

[568] « The ECB includes a significant number of bonds issued by fossil fuel companies in its collateral framework. It applies haircuts to those bonds without considering their climate footprint or climate risk. By doing so, it creates favourable financing conditions for the companies that have the highest responsibility for the climate crisis. » DAFERMOS Yannis, GABOR Daniela, NIKOLAIDI Maria *et al.*, *op. cit.*, p. 13. [« La BCE inclut un nombre important d'obligations émises par des entreprises de combustibles fossiles dans son cadre de garanties. Elle applique des décotes à ces obligations sans tenir compte de leur empreinte climatique ou du risque climatique. Ce faisant, elle crée des conditions de financement favorables pour les entreprises qui ont la plus grande responsabilité dans la crise climatique. »] (traduction libre)

conditions de financement favorables pour les entreprises les plus responsables (coupables ?) de la crise climatique et c'est en cela que l'attitude de l'Eurosystème se rapproche de ce qu'il peut faire pour le CSPP. Le collatéral de l'Eurosystème a donc un important « biais carbone » en ce qu'il favorise de manière disproportionnée les entreprises du secteur des combustibles fossiles et les entreprises à forte intensité carbone, par rapport à leur contribution à l'emploi de l'UE et à la production directe de biens et de services. Dafermos et al. avancent que ces entreprises émettent 59 % des obligations d'entreprises que la BCE accepte en garantie, alors que leur contribution globale à l'emploi et à la valeur ajoutée brute (VAB) de l'UE est inférieure à respectivement 24 % et 29 %. Si l'on regarde les secteurs de l'industrie manufacturière, de la production et la distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné, et les secteurs du transport et du stockage, qui représentent ensemble 68,4% des émissions de GES de l'UE, on voit qu'ils sont également surreprésentés dans la liste des obligations éligibles au regard de leur contribution à l'emploi et à la VAB de l'UE. Implicitement, le cadre de collatéral de l'Eurosystème encourage les entreprises les plus carbonnées à s'appuyer davantage sur les marchés obligataires. Ces entreprises sont favorisées par leur surreprésentation dans l'univers des titres éligibles, mais aussi par le fait qu'elles bénéficient de décotes très faibles, ce qui signale aux marchés financiers que leurs titres présentent un risque très faible, leur créant ainsi des conditions de financement favorables.[569] Ce constat est surprenant car comme on l'a déjà dit, la prise en compte des risques climatiques devrait à l'inverse conduire à pratiquer des décotes plus importantes à ces entreprises.

[569] « Eligibility is not the only way through which the ECB supports fossil fuel companies: low haircuts also play an important role. (…) there are many fossil fuel companies whose bonds enjoy very low ECB haircuts. This effectively signals to financial markets that assets carry very low risk, creating favourable financing conditions for the companies issuing them. (…) this is problematic, as fossil fuel companies are very likely to suffer from climate transition risks. » *Ibid.*, p. 15. [« L'éligibilité n'est pas le seul moyen par lequel la BCE soutient les entreprises de combustibles fossiles : les faibles taux de décote jouent également un rôle important. (...) Il existe de nombreuses entreprises du secteur des combustibles fossiles dont les obligations sont assorties d'une décote très faible de la part de la BCE. Cela signale effectivement aux marchés financiers que ces actifs présentent un risque très faible, ce qui crée des conditions de financement favorables pour les entreprises qui les émettent. Ce qui est également problématique car les entreprises de combustibles fossiles sont très susceptibles de souffrir des risques liés à la transition climatique. »] (traduction libre)

Section III- Les réserves obligatoires

Pour revenir aux instruments de politique monétaire dits conventionnels, les opérations d'open-market et les facilités permanentes visent à répondre aux besoins de refinancement des établissements de crédit. Besoins de refinancement qui résultent en partie de l'imposition de réserves obligatoires. En effet, « l'efficacité des opérations d'open market comme instruments de conduite de la politique monétaire suppose que les banques aient besoin d'y recourir. Le système des réserves obligatoires a pour but essentiel de mettre en place un mécanisme automatique de ponction des liquidités des établissements de crédit, en vue d'accentuer leurs besoins de refinancement auprès des Banques centrales nationales (BCN), et de les obliger ainsi à « venir en Banque ». »[570] Si ce dernier instrument est assez classiquement utilisé par les BCN, il n'est toutefois pas complètement généralisé puisque les BC australienne, canadienne et suédoise par exemple ne s'en servent pas.[571] Pour le SEBC, c'est l'article 19 des statuts qui impose aux établissements de crédit établis dans la zone euro de constituer des réserves obligatoires, c'est à dire de verser des fonds sur des comptes ouverts auprès des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Autrement dit, les banques de la zone euro doivent maintenir un montant minimum sur le compte dont elles disposent auprès de leur banque centrale nationale.

L'obligation de maintenir des réserves obligatoires permet de remplir un double objectif.

D'une part, les réserves obligatoires contribuent à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire puisqu'elles peuvent être constituées en moyenne. En effet, les banques doivent constituer ces réserves obligatoires pendant ce qu'on appelle des périodes de constitution (période de 6 semaines) et respecter l'exigence de réserves minimales en moyenne au cours de cette période. Autrement dit, et comme l'explique la BCE, « le respect de l'obligation de réserves est évalué sur la base de la moyenne

[570] MONTAGNIER Gabriel, « Système européen de banques centrales et Banque de France », *Répertoire de droit commercial*, février 2004, n°33.

[571] BCE, Que sont les réserves obligatoires, [en ligne] 11 aoûts 2016, [consulté le 14 avril 2025.

des soldes journaliers des comptes de réserves des contreparties sur une période de constitution. »[572] Ainsi, les banques ne sont pas obligées d'être à chaque instant titulaires (/créancières de la banque centrale) du montant minimum de réserves obligatoires sur le compte auprès de leur BCN. Les réserves obligatoires restent donc disponibles pour les banques de façon qu'elles puissent puiser dedans pour amortir les variations à court terme des marchés monétaires. C'est donc précisément en ce qu'elles peuvent être utilisées comme des amortisseurs des fluctuations du marché monétaire qu'elles contribuent à stabiliser le taux d'intérêt interbancaire. La BCE souligne ainsi que les réserves obligatoires permettent « aux contreparties de lisser les effets des variations journalières de liquidité (c'est à dire celles qui résultent de la demande de signes monétaires), les déséquilibres transitoires des réserves pouvant être compensés par des déséquilibres de sens opposé au cours de la même période de constitution. »[573] D'autre part, les réserves obligatoires augmentent « la demande de monnaie banque centrale en créant ou accentuant un déficit structurel de liquidité sur le marché. »[574] En effet, les banques devant constituer des réserves auprès des BCN, cela accroit la demande de refinancement auprès de la BCN ce qui facilite la gestion des taux d'intérêt du marché monétaire via les opérations de politique monétaire conventionnelle. Dit autrement, la constitution de réserves obligatoires a pour effet de renforcer l'efficacité de la politique monétaire « en obligeant les banques à se refinancer au-delà de leurs besoins habituels. »[575] Jean-Pierre Faugère explique que « les réserves obligatoires constituent donc un complément de la politique de taux d'intérêt. Lorsque les autorités monétaires augmentent le taux de réserves obligatoires, les banques doivent soit réduire les dépôts, soit augmenter leurs réserves… en s'adressant à la Banque [centrale]. »[576] Il ajoute que les réserves obligatoires ont un effet direct sur le coût du crédit car « plus la part des actifs non rémunérés (réserves obligatoires) est élevée, plus les banques ont

[572] Banque Centrale Européenne, « La Politique monétaire de la BCE », 2004, p. 82

[573] Banque Centrale Européenne, « La Politique monétaire de la BCE », 2004, p. 84.

[574] Banque de France, « Les Réserves obligatoires », [en ligne] 27 janvier 2025, [consulté le 14 avril 2025].

[575] LE HÉRON Edwin, *À quoi sert la Banque centrale européenne?*, La Documentation française, 2013, p. 162.

[576] FAUGÈRE Jean-Pierre, *La monnaie et la politique monétaire*, Seuil, 1996, p. 52.

tendance à augmenter les taux d'intérêt sur les crédits qu'elles accordent. »[577] C'est pourquoi on peut considérer que les réserves obligatoires ont « pour résultat de limiter le pouvoir de création de monnaie par les banques. »[578]

En somme, comme l'explique Edwin Le Héron le régime des réserves obligatoires « a pour objet principal de stabiliser les taux d'intérêt du marché monétaire et d'accentuer les besoins structurels de refinancement en monnaie « banque centrale ».[579]

Ces deux objectifs sont explicitement mis en avant par la BCE qui pose dans son Orientation (UE) 2015/510 que « le système de réserves obligatoires de l'Eurosystème a essentiellement pour objet d'assurer les fonctions monétaires suivantes: a) contribuer à stabiliser les taux du marché monétaire en incitant les établissements à modérer les effets des variations temporaires de liquidités en raison du mécanisme de constitution en moyenne; et b) faire apparaître ou accentuer un besoin structurel de refinancement, ce qui améliore la capacité de l'Eurosystème à intervenir efficacement comme pourvoyeur de liquidités. »[580] Cette même orientation expose dans son Annexe I que « Le régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème a essentiellement pour objet de stabiliser les taux d'intérêt du marché monétaire et de créer (ou d'accentuer) un besoin structurel de refinancement. »

Par conséquent, les réserves obligatoires sont un puissant outil de politique monétaire dans la perspective de maintenir la stabilité des prix comme l'intime à titre principal l'article 127 du TFUE au SEBC. En faisant le parallèle entre réserves obligatoires et objectif du SEBC, on comprend aussi que l'article 19 des statuts s'ouvre en posant que la BCE est habilitée à imposer aux établissements de crédit la constitution de réserves obligatoires « conformément aux objectifs en matière de politique

[577] *Ibid.*

[578] RAIMBAULT Guy, *Le Dictionnaire de L'Euro*, Broché, 1997.

[579] LE HÉRON Edwin, *À quoi sert la Banque centrale européenne?*, La Documentation française, 2013, p. 162.

[580] Orientation (UE) 2015/510 de la Banque Centrale Européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) : JOUE n° I 91/3, 2 mars 2015, considérant 10.

monétaire ». En effet, cet outil de politique monétaire a bien pour finalité d'assurer la stabilité des prix.

L'analyse de la réglementation applicable aux réserves obligatoires conduit ainsi à étudier la teneur de l'obligation de constitution de réserves obligatoires (I) ainsi que les sanctions et la procédure de sanction en cas de non-respect de celle-ci (II). Sur la base de cet exposé, nous pourrons mettre cet outil en perspective avec la problématique du réchauffement climatique et voir les options qu'il offre à l'Eurosystème (III).

I- L'Obligation de constitution de réserves obligatoires

Les réserves obligatoires s'imposent aux établissements de crédit et doivent être constituées sur la base d'un calcul qui prend compte l'assiette de leurs réserves, qui elle-même est définie en fonction des éléments de leur bilan (A). Ces dernières sont ensuite rémunérées en fonction d'un taux qui évolue en fonction de la situation macroéconomique (B).

A) Les modalités de calcul et de détermination du montant des réserves obligatoires

Ce sont les établissements de crédits qui sont assujettis à la constitution de réserves obligatoires (1) et le montant des réserves obligatoires qu'ils doivent constituer est déterminé en fonction de leurs bilans en multipliant l'assiette des réserves par un taux de réserve (2). Sur la base de cela il est possible de procéder au calcul du montant des réserves obligatoires à constituer (3).

1- Les entités assujetties : les établissements de crédit établis dans les États membres

L'article 19.1 des Statuts prévoit que ce sont les *« établissements de crédit établis dans les États membres »* qui peuvent se voir imposer la constitution de réserves obligatoires. Selon René Smits, l'ajout de la mention « dans les États membres » à « établissements de crédit » signifie que sont aussi bien visées les entités juridiques que les succursales dans la mesure où elles exercent dans des États membres.[581] Il

[581] « The addition of 'established in the Member States' to the term 'credit institutions' is a bit puzzling. I conclude that both legal entities and branch offices are covered, in so far as they engage, within the territories of the participating Member States, in the relevant banking business. » SMITS René, *The European Central Bank*, Kluwer Law International, 1997, p. 280. [« L'ajout de l'expression « établis dans les États membres » à l'expression « établissements de crédit » est quelque peu déconcertant. J'en conclus que tant les personnes morales que les succursales sont couvertes, dans la mesure où elles exercent, sur le territoire des États membres participants, des activités bancaires pertinentes. »] (traduction libre)

précise que si le texte est clair quant au fait qu'il n'est pas possible d'imposer des réserves à des établissements de crédits extérieurs à l'union monétaire, on ne peut pas présumer que seuls les établissements de crédit ayant leur siège social dans un État membre sont visés par cette obligation, car cela limiterait le champ d'application des réserves obligatoires et permettrait de les contourner.[582]

Ce que confirme l'Orientation (UE) 2015/510 de la Banque Centrale Européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) : JOUE n° I 91/3, 2 mars 2015, Annexe I :

> *« 3. Conformément à l'article 2, paragraphe 1, du règlement (CE) no 1745/2003 (BCE/2003/9), le régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème s'applique aux établissements de crédit établis dans des États membres dont la monnaie est l'euro. De plus, les succursales, implantées dans la zone euro, d'établissements de crédit non constitués dans la zone euro sont également soumises au régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème. Toutefois, les succursales, établies hors de la zone euro, d'établissements de crédit constitués dans la zone euro ne sont pas soumises à ce régime. »*

L'article 2.1. du Règlement sur l'application des réserves obligatoires[583] vient préciser que la notion d'établissement de crédit doit s'entendre au sens de la directive 2000/12/CE[584]. Cependant, cette directive ayant été abrogée en 2006, c'est vers la

---

[582] « There can be no question of imposing reserves on institutions outside the monetary union as the monetary policy competences of the ECB are limited to the euro area (see below). It cannot be presumed that only credit institutions with their head office in a Member State are meant, as that would restrict the scope of minimum reserves without any rationale and, furthermore, would permit circumvention. Thus, the words only seek to exclude extra-territoiral banking business from being included in the minimum reserves. *Ibid.*, p. 279-280. [« Il ne peut être question d'imposer des réserves à des établissements situés en dehors de l'Union monétaire puisque les compétences de la BCE en matière de politique monétaire sont limitées à la zone euro (voir ci-dessous). On ne peut pas présumer que seuls les établissements de crédit ayant leur siège social dans un État membre sont visés, car cela restreindrait le champ d'application des réserves obligatoires sans aucune justification et, en outre, permettrait de les contourner. Par conséquent, ces termes visent uniquement à exclure les activités bancaires extraterritoriales des réserves obligatoires. »] (traduction libre)

[583] Règlement (CE) N°1745/2003 de la Banque Centrale Européenne du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9).

[584] Directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice.

Directive dite « CRD » n°2013/36/UE[585] et le Règlement (UE) dit « CRR » n° 575/2013[586] qu'il faut se tourner.

En l'occurrence, l'article 4(1) du CRR pose la définition d'établissement de crédit suivante : « "établissement de crédit": une entreprise dont l'activité consiste à recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et à octroyer des crédits pour son propre compte; »

2- Montant des réserves à constituer et établissements assujettis à cette obligation

Le montant des réserves obligatoires que chaque établissement de crédit doit constituer est déterminé par l'assiette de ses réserves, qui elle-même est définie en fonction des éléments de son bilan. Le calcul du montant des réserves à déposer sur les comptes ouverts sur les livres des BCN s'opère en multipliant l'assiette des réserves par un taux de réserve. Ce montant est calculé sur la base des informations statistiques qu'il a déclaré.

L'article 3 relatif à l'assiette des réserves, du Règlement (CE) n°1745/2003[587] prévoit que

> *« 1. L'assiette des réserves d'un établissement comprend les exigibilités suivantes, telles que définies dans le cadre du dispositif de déclaration de la BCE par le règlement (UE) no 1071/2013 de la Banque centrale européenne (BCE/2013/33) (*) résultant de l'acceptation de fonds :*
>
> *a) les dépôts ; et*

[585] Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE Texte présentant de l'intérêt pour l'EE.

[586] Règlement (UE) n ° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n ° 648/2012 Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.

[587] Règlement (CE) n°1745/2003 de la BCE du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9) JO L250 du 2.10.2003, p10, tel que modifié par Règlement (CE° n°1052/2008, Règlement (UE) n°1358/2011, Règlement (UE) n°1376/2014 et Règlement (UE) 2016/1705.

b) les titres de créance émis.

(...)

3. L'établissement calcule l'assiette des réserves relative à une période de constitution donnée sur la base des données relatives au mois précédant de deux mois le mois au cours duquel la période de constitution débute. »

Concernant l'assiette des réserves obligatoires, il faut comprendre que celle-ci « est représentée par un ensemble d'exigibilités du passif de chaque banque »[588] auquel on applique des taux différents. L'article 4 relatif au Taux de réserves, du Règlement (CE) n°1745/2003[589] prévoit qu'un taux de réserve de 0% s'applique aux dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, aux dépôts remboursables avec préavis d'une échéance supérieure à deux ans, aux pensions et aux titres de créance émis d'une durée initiale supérieure à deux ans. Il prévoit dans son second alinéa qu'un taux de réserves de 1% s'applique à toutes les autres exigibilités comprises dans l'assiette des réserves.

Ainsi, les établissements de crédit établis dans la zone euro et leurs succursales doivent constituer des réserves obligatoires sur un ou plusieurs comptes auprès de la BCN de l'État d'établissement, ils peuvent le faire directement ou par un intermédiaire. Le Règlement (CE) n°1745/2003[590] prévoit à l'article 2 que :

« 1. Les catégories suivantes d'établissements sont assujetties à la constitution de réserves :

a) les établissements de crédit définis à l'article 1er, point 1, premier alinéa, de la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mars 2000

---

[588] MONTAGNIER Gabriel, « Système européen de banques centrales et Banque de France », *Répertoire de droit commercial*, février 2004, n°33.

[589] Règlement (CE) n°1745/2003 de la BCE du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9) JO L250 du 2.10.2003, p10, tel que modifié par Règlement (CE° n°1052/2008, Règlement (UE) n°1358/2011, Règlement (UE) n°1376/2014 et Règlement (UE) 2016/1705.

[590] Règlement (CE) n°1745/2003 de la BCE du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9) JO L250 du 2.10.2003, p10, tel que modifié par Règlement (CE° n°1052/2008, Règlement (UE) n°1358/2011, Règlement (UE) n°1376/2014 et Règlement (UE) 2016/1705.

concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice (2), à l'exclusion des BCN participantes ;

b) les succursales, définies à l'article 1er, point 3, de la directive 2000/12/CE, des établissements de crédit définis à l'article 1er, point 1, premier alinéa, de ladite directive, à l'exclusion de celles des BCN participantes ; cela inclut les succursales des établissements de crédit n'ayant ni leur siège statutaire ni leur administration centrale dans un État membre participant.

Les succursales des établissements de crédit établis dans les États membres participants qui sont situées à l'extérieur des États membres participants ne sont pas assujetties à la constitution de réserves. »

Pour ce qui est de la constitution des réserves obligatoires par le biais d'un intermédiaire, le Règlement (CE) n°1745/2003[591] prévoit dans son article 10 :

« 1. Un établissement peut solliciter l'autorisation de constituer la totalité de ses réserves obligatoires de manière indirecte par le biais d'un intermédiaire résident du même État membre. L'intermédiaire est un établissement assujetti à la constitution de réserves qui, en dehors de la fonction de détention de réserves obligatoires, effectue normalement une partie de la gestion (par exemple, la gestion de trésorerie) de l'établissement pour lequel il sert d'intermédiaire. »

3- Calcul des réserves obligatoires

Les modalités de calcul des réserves obligatoires sont précisées à l'article 5 relatif au Calcul et à la notification des réserves obligatoires du Règlement (CE) n°1745/2003[592] qui prévoit que :

[591] Règlement (CE) n°1745/2003 de la BCE du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9) JO L250 du 2.10.2003, p10, tel que modifié par Règlement (CE° n°1052/2008, Règlement (UE) n°1358/2011, Règlement (UE) n°1376/2014 et Règlement (UE) 2016/1705.

[592] Règlement (CE) n°1745/2003 de la BCE du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9) JO L250 du 2.10.2003, p10, tel que modifié par Règlement (CE° n°1052/2008, Règlement (UE) n°1358/2011, Règlement (UE) n°1376/2014 et Règlement (UE) 2016/1705.

> *« 1. Le montant des réserves obligatoires que doit constituer chaque établissement sur une période de constitution donnée est calculé par application du taux de réserves correspondant à chaque poste de l'assiette des réserves pour cette période, de la manière définie à l'article 4. Les réserves obligatoires déterminées par la BCN participante concernée et par l'établissement conformément aux procédures visées dans le présent article constituent la base i) de la rémunération des avoirs de réserves requises, et ii) de l'appréciation du respect par un établissement de l'obligation de constituer le montant requis de réserves obligatoires. »*

Ce Règlement ajoute dans son article 6.2 que :

> *« 2. Un établissement a respecté son obligation de constitution de réserves lorsque le solde moyen de fin de journée de ses comptes de réserves sur la période de constitution n'est pas inférieur au montant défini pour la période considérée. »*

Pour réduire les coûts administratifs générés par la gestion des réserves obligatoires d'un montant très faible, les banques peuvent appliquer à leurs réserves à constituer un abattement forfaitaire de 100 000 euros.[593]

De plus, l'orientation (UE) 2015/510 de la Banque Centrale Européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) prévoit à son annexe I que :

> *« 11. Pour répondre à l'objectif de stabilisation des taux d'intérêt, le régime des réserves obligatoires de l'Eurosystème permet aux établissements assujettis de constituer leurs réserves en moyenne, de sorte que le respect de l'obligation de réserves est vérifié sur la base de la moyenne des soldes de fin de journée calendaire des comptes de réserves des contreparties sur une période de constitution donnée. Le respect des obligations de réserves est vérifié sur la*

[593] Règlement (CE) n°1745/2003, Article 5.2.

base de la moyenne des avoirs quotidiens de réserves d'un établissement au cours de la période de constitution. »

Comme on l'a vu, la constitution de réserve obligatoire en moyenne vise à stabiliser les taux d'intérêts. En effet, cela offre une certaine souplesse aux banques qui peuvent « puiser dans leurs réserves obligatoires pendant, par exemple, deux semaines si un besoin urgent de liquidité se fait sentir, comme lors de la crise de 2008. Il leur suffit de compenser les deux semaines suivantes pour respecter la moyenne. »[594]

B) La rémunération des réserves obligatoires

La BCE expliquait en 2004, que l'Eurosystème souhaitant que les « réserves obligatoires ne pèsent pas sur le système bancaire de la zone euro et ne compromettent pas la répartition efficace des ressources »[595], ces réserves étaient rémunérées.

La rémunération des réserves obligatoires est prévue par l'article 32.4 des Statuts qui énonce que « Le montant du revenu monétaire de chaque banque centrale nationale est réduit de toute charge d'intérêt payée par cette banque centrale sur les engagements résultant des dépôts constitués par les établissements de crédit conformément à l'article 19. »

Article qu'il faut comprendre en ce qu'il « signifie que l'Eurosystème a la faculté et non l'obligation de rémunérer les réserves obligatoires. »[596]

Le Règlement (CE) n°1745/2003[597] prévoit dans son article 8 que « 1. Les avoirs de réserves requises sont rémunérés à un taux correspondant à la moyenne des taux de

[594] LE HÉRON Edwin, *À quoi sert la Banque centrale européenne?*, La Documentation française, 2013, p. 163.

[595] Banque Centrale Européenne, « La Politique monétaire de la BCE », 2004, p. 83.

[596] MARTUCCI Francesco, Fascicule 244 : Système européen de banques centrales – Banque centrale européenne et Eurosystème. – Pouvoirs, Jurisclasseur Europe Traité, Lexis360, 25 Septembre 2017, p. 18.

[597] Règlement (CE) n°1745/2003 de la BCE du 12 septembre 2003 concernant l'application de réserves obligatoires (BCE/2003/9) JO L250 du 2.10.2003, p. 10, tel que modifié par Règlement (CE) n°1052/2008, Règlement (UE) n°1358/2011, Règlement (UE) n°1376/2014 et Règlement (UE) 2016/1705.

la BCE pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (pondérée en fonction du nombre de jours calendaires) pour la période de constitution considérée, en appliquant la formule suivante (le résultat étant arrondi au centième le plus proche) :

$$R_t = \frac{H_t \cdot n_t \cdot r_t}{100 \cdot 360}$$

$$r_t = \sum_{i=1}^{n_t} \frac{MR_i}{n_t}$$

Par ailleurs, selon l'article 54.2 de l'Orientation (UE) 2015/510 de la BCE du 19 décembre 2014 : « Les avoirs de réserve excédant les réserves obligatoires requises en vertu du règlement (CE) no 2531/98 et du règlement (CE) no 1745/2003 (BCE/2003/9) sont rémunérés à un taux de 0 % ou au taux de la facilité de dépôt, le taux le plus bas étant retenu. » La partie excédentaire au montant minimum qui doit être déposé sur les comptes ouverts dans les BCN au titre des réserves obligatoires n'a donc pas à être rémunérée.

La Décision (UE) 2019/1743 de la BCE du 15 octobre 2019 concernant la rémunération des avoirs d'excédents de réserves et de certains dépôts (refonte) (BCE/2019/31) pose dans son article 1.1 *« Les avoirs de réserves des établissements soumis à l'article 2 du règlement (CE) no 1745/2003 (BCE/2003/9) de la Banque centrale européenne (3) excédant les réserves obligatoires en vertu du règlement (CE) no 2531/98 du Conseil (4) et du règlement (CE) no 1745/2003 (BCE/2003/9) (ci-après les «excédents de réserves») sont rémunérés à un taux de zéro pourcent ou au taux de la facilité de dépôt, le taux le plus bas étant retenu. »*

II- Les sanctions et la procédure de sanction en cas de non-respect de l'obligation de constitution des réserves obligatoires

L'article 19.1 des Statuts pose que « Tout manquement constaté à cet égard met la BCE en droit de percevoir des intérêts à titre de pénalité et d'infliger d'autres sanctions ayant un effet analogue. » Or, comme l'expliquent les Professeurs Dévoluy et Kovar, étant donné la portée fiscale des réserves, l'article 19.2 des Statuts a prévu qu'il revenait au Conseil de l'Union européenne de définir les sanctions appropriées en cas de non-respect de cet article, « c'est ainsi qu'a été arrêté le règlement n°2531/98 du Conseil du 23 novembre 1998 ».[598] On analysera d'abord les sanctions possibles (A) avant de voir le déroulé de la procédure de sanction pour manquement à l'obligation de constitution des réserves obligatoires (B).

A) Les sanctions en cas de manquement à l'obligation de constitution des réserves obligatoires

Le règlement (CE) n° 2531/98 prévoit qu'un établissement de crédit qui ne respecterait pas l'obligation de déclaration ou de constitution des réserves puisse être sanctionné et ce conformément à la cinquième partie de l'Orientation (UE) 2015/510 de la BCE[599] qui pose dans son article 153 que « 1. La BCE applique des sanctions aux établissements en cas de manquement aux obligations imposées par des règlements et décisions de la BCE concernant l'application de réserves obligatoires, conformément au règlement (CE) n° 2532/98, au règlement (CE) n° 2157/1999 (BCE/1999/4), au règlement (CE) n° 2531/98 et au règlement (CE) n° 1745/2003 (BCE/2003/9). Les sanctions applicables et les règles de procédures relatives à leur application sont spécifiées dans les règlements précités.

[598] DEVOLUY Michel et KOVAR Robert, « Union Économique et Monétaire », *Répertoire de droit européen*, avril 2015, n°445.

[599] Orientation (UE) 2015/510 de la Banque Centrale Européenne du 19 décembre 2014 concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) : JOUE n° I 91/3, 2 mars 2015.

2. Sans préjudice du paragraphe 1, en cas de manquement grave aux obligations de constitution de réserves, l'Eurosystème peut suspendre l'accès d'une contrepartie aux opérations d'open market. »

> L'article 7 du règlement 2531-98 prévoit dans son paragraphe 1 que *« Lorsqu'une institution manque totalement ou partiellement à l'exigence de constituer les réserves minimales qui lui sont imposées en application du présent règlement et des règlements ou décisions de la BCE y afférents, la BCE peut imposer une des sanctions suivantes :*
> *a) un paiement d'intérêts à un taux allant jusqu'à 5 points en pourcentage au-dessus du taux de prêt marginal du SEBC ou représentant deux fois le taux de prêt marginal du SEBC, appliqué dans les deux cas au montant des réserves minimales que l'institution concernée n'a pas constituées ;*
> *b) l'obligation pour l'institution concernée de constituer un dépôt non rémunéré auprès de la BCE ou des banques centrales nationales allant jusqu'à trois fois le montant des réserves obligatoires que l'établissement concerné n'a pas constituées. La durée du dépôt n'excède pas la période durant laquelle l'établissement ne remplit pas son obligation de constitution de réserves minimales. »*

Comme l'explique le Professeur Martucci, ces sanctions peuvent conduire l'Eurosystème à « imposer à la contrepartie le paiement d'une pénalité, l'obligation de constituer des dépôts non rémunérés auprès de la BCE ou des BCN, voire la suspension de l'accès aux opérations d'open market. »[600]

La BCE précise elle-même qu'« afin d'assurer la transparence en ce qui concerne la politique en matière de sanctions de la BCE dans le domaine des réserves obligatoires, la BCE a décidé de rendre publics les éléments suivants de la politique en matière de sanctions qu'elle appliquera jusqu'à nouvel ordre. »[601] Cette notification prévoit qu'en

[600] MARTUCCI Francesco, Fascicule 244 : Système européen de banques centrales – Banque centrale européenne et Eurosystème. – Pouvoirs, Jurisclasseur Europe Traité, Lexis360, 25 Septembre 2017, p. 17

[601] Notification de la Banque Centrale Européenne relative à l'application de sanctions pour manquement à l'obligation de constitution de réserves obligatoires, (2000/C 39/4) : JOCE C39/3.

cas de manquement à l'obligation de constituer le niveau requis de réserves obligatoires « la BCE impose une sanction sous forme de pénalité s'élevant à 2,5 points de pourcentage au-dessus du niveau moyen, relevé sur la période de constitution de réserves durant laquelle le manquement a été commis, du taux de la facilité de prêt marginal du SEBC, appliquée au montant moyen journalier de réserves obligatoire que l'établissement concerné n'a pas constitué. »[602]

Si en l'espace de douze mois, une institution de crédit manque à son obligation de constituer le niveau requis de réserves obligatoires plus de deux fois, elle est réputée avoir commis un « manquement répété ». Dans ce cas, le montant de la pénalité est calculé de la même façon mais en prenant cette fois 5 points de pourcentage au-dessus du niveau moyen et non 2,5.

B) La procédure de sanction : entre garantie des droits et objectif de rapidité

D'un point de vue procédural, il est important de noter que le Règlement (CE) n°2157/1999 du 23 septembre 1999 pose dans son considérant n°16 que :

> *« considérant que le présent règlement s'applique à tous les cas de non-respect prévus à l'article 7, paragraphe 1, du règlement (CE) n°2531/98 du Conseil du 23 novembre 1998 concernant l'application de réserves obligatoires par la Banque centrale européenne (ci-après dénommé « règlement du Conseil sur les réserves obligatoires ») dans les limites et les conditions stipulées par le même article 7, paragraphe 2 ; les caractéristiques particulières de cas de non-respect des obligations de constitution de réserves obligatoires visés à l'article 7, paragraphe 1, du règlement du Conseil sur les réserves obligatoires justifient l'adoption d'un régime juridique spécifique qui prévoit une procédure rapide d'application de sanctions tout en respectant, dans le même temps, les droits de la défense de l'entreprise concernée; »*[603]

---

[602] Notification de la Banque Centrale Européenne relative à l'application de sanctions pour manquement à l'obligation de constitution de réserves obligatoires, (2000/C 39/4) : JOCE C39/3.

[603] Règlement (CE) n°2157/1999 de la Banque Centrale Européenne du 23 septembre 1999 concernant les pouvoirs de la Banque centrale européenne en matière de sanction (BCE/1999/4) : JOUE n° I 264/21.

Cet article 7 prévoit dans son deuxième paragraphe une procédure de sanction dérogatoire à celle prévue par le règlement 2532/98 du 23 novembre 1998 concernant les pouvoirs de la Banque centrale européenne en matière de sanctions. En effet, il pose :

> *« Chaque fois qu'une sanction est infligée conformément au paragraphe 1, les principes et procédures définis dans le règlement (CE) no 2532/98 sont applicables. Cependant, l'article 2, paragraphes 1 et 3, et l'article 3, paragraphes 1, 2, 3 et 4, dudit règlement ne sont pas applicables et les périodes visées à son article 3, paragraphes 6 et 8, sont réduites à quinze jours. »*

Le règlement 2157/1999 prévoit en son article 11 que la procédure doit se dérouler en deux temps, d'abord la BCE ou une BCN agissant en son nom doit notifier le manquement présumé et la sanction correspondante à l'entreprise concernée. Puis dans un délai de cinq jours ouvrables après réception de la notification, l'entreprise peut soit reconnaître le manquement et s'acquitter de la sanction requise ce qui emporte clôture de la procédure, soit, l'entreprise peut décider de présenter des explications ou objections à la BCE qui au regard de celles-ci décidera d'infliger une sanction ou non.

En rendant certains articles du règlement 2157/1999 inapplicables à cette procédure, l'article 11 paragraphe 1 prive l'entreprise concernée du bénéfice d'une notification de l'engagement de la procédure, du droit d'être entendu ainsi que du droit d'obtenir une décision quant à l'édiction ou non d'une sanction.[604] Plus

[604] « En application de l'article 7, paragraphe 2, du règlement (CE) n° 2531/98 du Conseil, la BCE consacre un régime spécifique en matière de réserves obligatoires, dans lequel les exigences du droit à un procès équitable sont conciliées avec celles de célérité de la procédure *(BCE, règl. BCE/1999/4, art. 11, préc.)*. Dans un délai de 5 jours ouvrables à compter de la notification par la BCE ou la BCN, la contrepartie répond sur les faits allégués *(BCE, règl. BCE/1999/4, art. 11, § 3 et 4, préc.)*. Le directoire de la BCE, après éventuelle transmission du dossier par la BCN concernée, décide la sanction *(BCE, règl. BCE/1999/4, art. 11, § 5, préc.)*. En revanche, les contreparties sont privées des garanties suivantes : notification de l'engagement de la procédure, droit d'être entendu et droit d'obtenir une décision quant à l'édiction ou non d'une sanction *(règl. (CE) n° 2532/98, art. 7, § 2, préc. – BCE, règl. BCE/1999/4, art. 11, § 1, préc.)*. » MARTUCCI Francesco, Fascicule 244 : Système européen de banques centrales – Banque centrale européenne et Eurosystème. – Pouvoirs, Jurisclasseur Europe Traité, Lexis360, 25 Septembre 2017, p. 18.

surprenant, en déclarant non applicable à la procédure l'article 2, paragraphe 1 qui pourtant énonce qu' « il n'y a lieu d'engager qu'une seule procédure d'infraction contre une même entreprise sur la base des mêmes faits. », c'est le principe même de *non bis in idem* dont on semble déposséder l'entreprise.

Malgré cela, le Professeur Martucci rappelle que « la procédure doit respecter les droits fondamentaux garantis par la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne et par les principes généraux du droit. »[605]

[605] MARTUCCI Francesco, Fascicule 244 : Système européen de banques centrales – Banque centrale européenne et Eurosystème. – Pouvoirs, Jurisclasseur Europe Traité, Lexis360, 25 Septembre 2017, p. 18.

III- Les réserves obligatoires à l'heure du réchauffement climatique

Dans le cadre du verdissement de la politique monétaire, l'outil que sont les réserves obligatoires pourrait être mobilisé de deux façons. Soit pour renchérir le coût des investissements polluants pour les banques (A), soit pour diminuer celui des actifs durables (B). Comme expliqué ci-dessus, l'une des fonctions des réserves obligatoires est d'être une sorte d'amortisseur des fluctuations du marché monétaire. Au regard des risques que le changement climatique fait peser sur la stabilité des prix et la stabilité financière, il paraît donc opportun de s'interroger sur la façon dont les réserves obligatoires pourraient intégrer la question climatique.

A) Les réserves obligatoires outil de renchérissement du prix des actifs polluants

La première façon d'incorporer la problématique climatique dans l'outil de politique monétaire que sont les réserves obligatoires pourrait passer par le fait de s'en servir pour renchérir le prix des actifs polluants. En effet, les Banques centrales pourraient mobiliser l'outil que sont les réserves obligatoires pour augmenter le coût des investissements polluants pour les banques. Concrètement, Joseph Stiglitz explique que les Banques centrales pourraient exiger « davantage de réserves de la part des banques qui investissent dans les projets à risques climatiques. »[606]

B) Les réserves obligatoires outil de diminution du prix des actifs durables

À côté d'un usage des réserves obligatoires tel que renchérissant le coût des actifs les plus carbonés, on pourrait imaginer que les réserves obligatoires puissent servir à rendre les actifs durables plus attractifs pour les banques.
Cela pourrait passer par réduire le montant des réserves à constituer pour une contrepartie qui respecterait certains critères environnementaux. Par exemple, un

[606] STIGLITZ Joseph E., « Réconcilier capitalisme et climat : un défi pour les banques » centrales, *Les Echos*, 2 septembre 2021.

alignement sur les objectifs de la taxonomie européenne, une trajectoire 1.5°C ou des objectifs de développement durable des Nations Unies.

Cela pourrait aussi passer par une déduction de la base servant au calcul du montant de ses réserves des éléments durables de sorte à en réduire l'assiette et donc à diminuer le montant à immobiliser. Comme on l'a vu, l'article 3 du Règlement (CE) n°1745/2003 explique que le montant des réserves obligatoires que chaque établissement de crédit doit constituer est déterminé par l'assiette de ses réserves, qui elle-même est définie en fonction des éléments de son bilan. Pour déterminer le montant à déposer, on doit donc multiplier l'assiette des réserves par un taux de réserve. Il serait donc possible de retrancher de l'assiette ou du montant du bilan les actifs durables détenus par la banque et en diminuant le montant de l'assiette, diminuer le montant à déposer sur les comptes ouverts sur les livres des BCN pour le compte des réserves obligatoires. Dans la ligné de cette idée, Simon Dikau et Josh Ryan-Collins expliquent qu'un verdissement de la politique de réserves obligatoires viserait à permettre aux banques de détenir moins de réserves - qui portent un intérêt nul ou faible - contre des prêts verts.[607]

La banque centrale du Liban (BDL) a lancé en 2014 le projet *National Energy Efficiency and Renewable Energy Action* (NEERA) dont l'objectif est de soutenir le financement de projets durables en offrant des prêts à taux réduit aux projets éligibles. Ainsi, le NEERA permet aux entreprises privées ou aux particuliers de demander des prêts subventionnés. Les prêts NEERA sont subventionnés par la BDL, notamment via l'exemption des banques prêteuses des exigences en matière de réserves obligatoires.[608]

---

[607]« A green reserve requirement policy would allow banks to hold fewer reserves – which bear zero or low interest – against green loans. Again, the result would be to align the profitability of their lending activities with the policy target of greening finance and growth. » DIKAU Simon et RYAN-COLLINS Josh, « Green Central Banking in Emerging Market and Developing Country Economies », New Economics Foundation, 2017, p. 14. [« Une politique de réserves obligatoires vertes permettrait aux banques de détenir moins de réserves - dont le taux d'intérêt est nul ou faible - en contrepartie de prêts verts. Là encore, cela aurait pour effet d'aligner la rentabilité de leurs activités de prêt sur l'objectif politique de verdissement de la finance et de la croissance. »] (traduction libre)

[608] « The main objective of NEEREA is to support the financing of environmentally sustainable projects, including EE and RE implementations, by offering soft loans to eligible and feasible projects in Lebanon. NEEREA does so by allowing private sector entities including individuals, SMEs, or even corporate bodies to apply for subsidized loans for any type of EE and/or RE projects. (…) NEEREA loans to the private sector are mainly subsidized by BDL via two financial mechanisms, one being by exempting the lending banks from reserve requirements, or by granting those banks a special loan at

Cependant, il semble que le verdissement des réserves obligatoires rencontre une limite dans le fait que les actifs éligibles aux réserves obligatoires ont une nature particulière et que généralement le mécanisme ne porte pas sur la partie de bilan qu'il conviendrait d'influencer pour avoir un effet concret sur le portefeuille de prêt des banques.

1% against NEEREA loans. (…) » JABBOUR Melda, EL-GUINDY Rana, ZEIN Ziad *et al.*, « National Energy Efficiency and Renewable Energy Action (NEEREA) », Banque du Liban & Regional Center for Renewable Energy and Energy Efficiency, 2014. [« Le principal objectif de l'Action nationale pour l'efficacité énergétique et les énergies renouvelables (NEEREA) est de soutenir le financement de projets respectueux de l'environnement, y compris les projets d'énergie renouvelable (EE) et d'efficience énergétique (ER), en offrant des prêts à taux réduit aux projets éligibles et réalisables au Liban. Pour ce faire, NEEREA permet aux entités du secteur privé, y compris les particuliers, les PME ou même les personnes morales, de demander des prêts subventionnés pour tout type de projet d'EE et/ou d'ER. (...) Les prêts de NEEREA au secteur privé sont principalement subventionnés par la Banque du Liban (BDL) par le biais de deux mécanismes financiers, l'un étant l'exemption des banques prêteuses des exigences de réserve, ou l'octroi à ces banques d'un prêt spécial de 1% sur les prêts de NEEREA. (...) »] (traduction libre)

Conclusion du Chapitre I

Pour parvenir à délivrer les objectifs que les traités assignent à l'Eurosystème celui-ci peut user des instruments qui sont à sa disposition. En pratique, on distingue les instruments dits « conventionnels » et les instruments dits « non conventionnels ». Ce premier chapitre a été l'occasion de se pencher sur les instruments conventionnels et de les analyser à la lueur de l'exigence de verdissement de la politique monétaire évoquée dans la précédente partie.

Ce chapitre a été d'abord l'occasion de mettre en perspective l'objectif de stabilité des prix au regard de l'indicateur qui sert de boussole à l'Eurosystème pour orienter sa politique monétaire : l'IPCH. Ce dernier permet en effet de mesurer la variation du niveau général des prix. Cependant, nous avons noté que l'IPCH inclut dans son calcul le prix de l'énergie (gaz, hydrocarbure, combustibles, charbon, etc.), or nombreux sont ceux qui souhaitent que les prix des biens et services les plus polluants soient plus élevés. C'est d'ailleurs l'idée d'une taxe carbone. Or, en l'état, la BCE cherche à minimiser la hausse de tous les prix, alors qu'elle devrait probablement laisser survenir les hausses de prix advenant pour de bonnes raisons et se focaliser sur celles résultant de déséquilibres économiques. Dès lors se pose la question du verdissement de cet indicateur.

En vertu notamment des articles 18 et 19 du TFUE, les outils d'une politique monétaire conventionnelle sont les opérations de crédit et de refinancement ainsi que les réserves obligatoires. Les opérations de crédit et refinancements ont été évoquées dans le chapitre préliminaire à cette partie et le seront à nouveau, pour leur aspect non conventionnel dans la partie qui va suivre. Dans ce chapitre, nous avons évoqué le pendant à tout crédit et refinancement octroyés par l'Eurosystème : le collatéral. En effet, jamais l'Eurosystème n'octroie de ligne de crédit à une contrepartie sans recevoir en échange les garanties nécessaires à la bonne couverture de son bilan. Comme on l'a expliqué, la liquidité et la qualité des créances remisent en collatéral sont des éléments cruciaux de la sécurisation de la transaction qui se noue entre l'Eurosystème et les contreparties de politique monétaire. Pourtant les contreparties sont exposées, à des degrés divers, aux risques que charrie le réchauffement climatique. Dit autrement, les

garanties que reçoit l'Eurosystème sont inégalement résilientes dans un monde qui se réchauffe. Dès lors, aussi bien pour s'assurer d'avoir la meilleure couverture possible que pour avoir un rôle proactif dans le verdissement de l'économie, l'Eurosystème doit poser la question du verdissement de sa politique de collatéral. C'est d'ailleurs une réflexion que les banques centrales européennes ont entamé sous l'impulsion de la BCE dès la revue stratégique initiée par Christine Lagarde et qui devrait aboutir fin 2024 ou début 2025.[609]

On a vu que pour verdir le collatéral, on peut activer deux leviers, les critères d'éligibilité des actifs pouvant être remis en collatéral et le calcul des décotes appliquées à ces titres. L'Eurosystème pourrait donc imposer aux banques souhaitant obtenir de la liquidité, qu'elles apportent en échange de ces fonds un pool de garanties durables et/ou pratiquer une décote plus importante sur les titres émis par les entreprises les plus polluantes, ou inversement une décote plus faible sur les titres les plus verts. L'Eurosystème s'est très récemment engagée dans cette voie en annonçant, fin juillet 2025, vouloir, à l'horizon du second semestre 2026, introduire un « climate factor » sur les obligations d'entreprises. La méthodologie reste à ce stade confidentielle, mais on comprend que la BCE a expliqué que la valeur du collatéral remis par les contreparties est sensible aux incertitudes liées au changement climatique. Ce « *climate factor* » a donc vocation à être une sorte de haircut additionnel pouvant réduire la valeur attribuée aux actifs éligibles remis en collatéral, en fonction du niveau d'incertitude climatique auquel sont exposés ces actifs.[610]

Enfin, en adoptant une logique assez semblable, l'on s'est penché sur l'usage que l'on pourrait faire des réserves obligatoires pour verdir la politique monétaire de l'Eurosystème. On a vu que les réserves obligatoires pourraient se voir adjoindre un objectif de durabilité en renchérissant le coût des investissements polluants pour les

[609] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE « Communiqué de Presse du 4 juillet 2022 : La BCE prend de nouvelles mesures visant à intégrer le changement climatique à ses opérations de politique monétaire » [en ligne], 2022, [consulté le 30 octobre 2023] ; BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Programme d'action pour le climat 2022 de la BCE », 2022.

[610] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE « La BCE adaptera son dispositif de garanties afin de faire face aux risques de transition liés au climat » [en ligne], *Communiqué de Presse*, 29 juillet 2025 [consulté le 2 septembre 2025]

contreparties ou en diminuant celui des actifs durables. À chaque fois, l'idée est d'exiger plus ou moins de réserves de la part des contreparties en fonction de leurs pratiques de financement vis-à-vis des secteurs plus polluants.

À côté des outils conventionnels, les banques centrales ont développé depuis maintenant une quinzaine d'années des outils que l'on appelle par opposition « outils non conventionnels ». Ces derniers sont incontournables dans la perspective d'adopter une politique monétaire plus verte, on va le voir dans le chapitre qui suit.

CHAPITRE II- LES OUTILS DE POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE

La crise financière de 2008, puis la crise des dettes souveraines de 2011 ont contraint l'Eurosystème à mettre en place de nouveaux outils de politique monétaire. Face aux tensions qui s'accumulaient à l'été 2007, et plus encore en 2008, les principales banques centrales ont successivement abaissé leurs taux directeurs jusqu'à atteindre un niveau proche de 0% en 2009. En atteignant leur plancher à 0%, « l'instrument du taux d'intérêt est devenu caduc »[611] et les banques centrales ont dû constater que la transmission de la politique monétaire par ce biais fonctionnait mal en raison des difficultés que connaissaient les banques commerciales. Concomitamment, le taux d'inflation dans la zone euro s'est effondré passant de près de 4% à l'été 2008 à moins de 0% à l'été 2009.[612] L'Eurosystème a donc été contraint d'innover pour éviter la déflation. Les outils de politique monétaire non conventionnelle se sont structurés année après année, mais dès l'origine, ils ont consisté dans l'allongement de la durée des opérations de refinancement et dans l'achat d'obligations.

L'Eurosystème a en effet prolongé ses opérations principales de refinancement (*main refinancing operations, MRO*) pour les faire passer d'une semaine à trois mois, puis six mois et même un an. Parallèlement, l'Eurosystème s'est lancé dans un programme d'achats d'obligations sécurisées (*Securities markets programme, SMP*) émises par des banques et des États. Puis en 2011, à l'initiative de Mario Draghi, l'Eurosystème va lancer un programme de prêts aux banques à plus long terme encore, allant jusqu'à 3 ans. En 2012, un nouveau programme d'achats dit d'opérations monétaires sur titres ou OMT pour *outright monetary transactions,* visait lui à acheter des obligations souveraines. Initialement, l'achat d'obligations se justifiait par la dégradation du canal de transmission de la politique monétaire. En achetant ces titres, la banque centrale

[611] CARRÉ Emmanuel, « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE: théories et pratiques », *L'économie politique*, 2, 2015, p. 43.

[612] EUROPEAN CENTRAL BANK, « Measuring inflation - HICP », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 7 février 2022, [consulté le 26 octobre 2022].

cherchait à augmenter la demande pour ceux-ci et donc à faire baisser leur taux d'intérêt pour favoriser l'endettement, donc la création monétaire et au bout du compte l'inflation. Ils visaient aussi à « éviter les tensions sur les marchés de dette publique parce qu'elle affecte la distribution de crédit par les banques. Au final, ce programme entendait rétablir le canal de transmission central de la politique monétaire : les banques »[613]. Cependant, après une brève remontée des taux directeurs en 2011, l'Eurosystème est à nouveau contraint de les abaisser au plancher en 2012, et même de les faire passer en territoire négatif en 2014. Ce faisant, les programmes d'achats d'obligations ont de fait commencé à, non pas seulement, restaurer le canal de la transmission de la politique monétaire, mais aussi à contribuer à l'objectif de stabilité des prix.

En 2014, l'Eurosystème a annoncé le lancement des opérations ciblées de refinancement de long terme ou TLTRO pour « *Targeted Longer-term Refinancing Operations* ». Parallèlement, à partir de 2014, ces programmes d'achat se sont structurés autour du programme d'achat d'obligation sécurisées de banque ou CBPP3 pour « *covered bond purchase program* » et du programme d'achat de titres adossés à des actifs ou ABSPP pour « *asset-backed securities pruchase program »*. En 2015, l'Eurosystème s'est engagé dans le controversé programme d'achat de titres du secteur public ou PSPP pour « *Public sector purchase program* » et en 2016, a débuté le programme d'achats d'obligations émises par les entreprises ou CSPP pour « *Corporate sector purchase program* » que l'on a déjà évoqué. On désigne traditionnellement ces quatre programmes d'achats d'actifs par le sigle APP pour « *Assets Purchase Programme* ». Ces achats d'actifs sont aussi très fréquemment désignés par l'expression « assouplissement quantitatif » ou « *Quantitative Easing* » (QE). Enfin, en 2020, en réponse à la crise de la covid l'Eurosystème a créé le programme d'achat d'urgence face à la pandémie ou PEPP pour « *Pandemic Emergency Pruchase Programme* ».

[613] CARRÉ Emmanuel, *op. cit.*, p. 46.

Juridiquement, ces innovations dans l'arsenal des outils de politique monétaire ne sont pas allées sans controverse. La CJUE s'est prononcée sur la légalité du programme OMT dans l'arrêt Gauweiler[614] et sur celle du PSPP dans l'arrêt Weiss[615]. Ce dernier arrêt ayant d'ailleurs conduit à un arrêt très polémique de la Cour suprême allemande ou cette dernière a « résisté » aux conclusions des juges européens[616]. Pour Rémi Pellet, c'est notamment l'article 20 des statuts de la BCE et du SEBC qui a permis à l'Eurosystème de recourir à des moyens « non conventionnels », c'est à dire exceptionnels[617]. Cet article énonce que :

> *« Le conseil des gouverneurs peut décider, à la majorité des deux tiers des suffrages exprimés, de recourir aux autres méthodes opérationnelles de contrôle monétaire qu'il jugera opportunes, sous réserve de l'article 2. »*

Nous verrons ici que dans la perspective d'orienter les marchés financiers vers les secteurs moins émetteurs de CO2 et les dissuader de financer les secteurs les plus carbonés, ces outils de politique monétaire non conventionnelle sont très pertinents. On a d'ailleurs, déjà eu l'occasion d'évoquer le CSPP qui est au cœur de nombreuses critiques pour son caractère carboné. Nous verrons donc dans une première section comment les programmes d'achat pourraient intégrer un objectif de durabilité et s'aligner sur une trajectoire de réchauffement climatique n'excédant pas 1,5°C (Section 1). Après avoir analysé le verdissement de l'APP, nous nous intéresserons aux opérations de refinancement pour voir comment elles pourraient évoluer de sorte à inclure la problématique climatique (Section 2). Enfin, nous nous pencherons sur un outil de politique monétaire qui n'a jamais été utilisé par la BCE et qui demeure au

---

[614] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».

[615] CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 ».

[616] BUNDESVERFASSUNGSGERICHT 2 Senat, « Bundesverfassungsgericht - Decisions - ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences », Bundesverfassungsgericht, 2020, [consulté le 28 mai 2021].

[617] « L'article 20 du protocole sur les statuts du SEBC et de la BCE prévoit que le « conseil des gouverneurs peut décider, à la majorité des deux tiers des suffrages exprimés, de recourir aux autres méthodes opérationnelles de contrôle monétaire qu'il jugera opportunes » La BCE put s'appuyer sur ce principe pour recourir à des moyens « non conventionnels », c'est-à-dire exceptionnels, comme le firent les autres Banques centrales. » PELLET Rémi, *Droit financier public*, PUF, 2018, p. 678.

stade d'instrument théorique : la monnaie hélicoptère. Cet outil imaginé par Milton Friedman ayant fait l'objet d'un regain d'intérêt ces dernières années, il nous semble important de voir comment il pourrait contribuer à la lutte contre le réchauffement climatique (Section 3).

Section I- Le verdissement des programmes d'achats

Comme déjà expliqué ci-dessus, suite aux crises de 2008 et 2011, les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs jusqu'à atteindre le seuil de 0%. Malgré ces taux historiquement bas et en raison des difficultés que connaissaient les banques commerciales, les banques centrales ont dû reconnaître que la transmission de la politique monétaire s'opérait mal. Parallèlement, l'inflation est passée de près de 4% à moins de 0% en un an. Pour éviter de s'enfoncer dans la déflation, qui est un processus économique mal maitrisé par les banques centrales notamment car une spirale négative de baisse des prix peut s'autoalimenter, les banques centrales se sont lancées dans des programmes d'achats appelés également « *Quantitative Easing* » (QE) ou « Assouplissement quantitatif » (I). Cette réponse inédite apportée par les banques centrales a été très critiquée car bénéficiant de façon démesurée aux entreprises présentes sur les marchés, on le verra ci-dessous. En passant exclusivement par les marchés financiers, les programmes d'achats ont poussé le prix de certains actifs à la hausse. La Banque d'Angleterre explique par exemple que la hausse du prix d'une série d'actifs financiers a fait augmenter la valeur du patrimoine financier des ménages détenu en dehors des fonds de pension. Or, la détention de ces actifs financiers est inégale d'une partie de la population à une autre, les 5 % de ménages les plus aisés détenant 40 % de ces actifs[618]. Certains concluent donc que les programmes d'achats

[618] « The Bank's asset purchases have been almost entirely of gilts, causing the price of gilts to rise and yields to fall. But this in turn has led to an increase in demand for other assets, including corporate bonds and equities. As a result, the Bank's asset purchases have increased the prices of a wide range of assets, not just gilts. In fact, the Bank's assessment is that asset purchases have pushed up the price of equities by at least as much as they have pushed up the price of gilts. (…) By pushing up a range of asset prices, asset purchases have boosted the value of households' financial wealth held outside pension funds, but holdings are heavily skewed with the top 5% of households holding 40% of these assets. » BELL Venetia, JOYCE Michael, LIU Zhuoshi *et al.*, « The distributional effects of asset purchases », Bank of England, 2012, p. 254. [« Les achats d'actifs de la Banque ont porté presque exclusivement sur des obligations d'État, ce qui a entraîné une hausse de leur prix et une baisse des rendements. Mais cela a entraîné une augmentation de la demande pour d'autres actifs, y compris les obligations d'entreprises et les actions. Par conséquent, les achats d'actifs de la Banque d'Angleterre ont fait augmenter les prix d'un large éventail d'actifs, et pas seulement des obligations d'État. En fait, la Banque estime que les achats d'actifs ont fait monter le prix des actions au moins autant que celui des obligations d'État (...) En faisant monter le prix d'une série d'actifs, les achats d'actifs ont augmenté la valeur du patrimoine financier des ménages détenus en dehors des fonds de pension, mais les avoirs

ont contribué à aggraver les inégalités entre les plus aisés et les plus modestes[619]. La BCE s'en défend, avançant par exemple les effets positifs des programmes d'achats sur l'emploi[620]. Notre ambition n'est bien sûr pas de trancher ce débat ici mais de souligner que cette innovation au sein des outils de politique monétaire a été très débattue. L'un des aspects de la critique adressée aux programmes de QE concerne leurs effets vis-à-vis du réchauffement climatique. On verra qu'il est très reproché aux banques centrales d'avoir, avec ces outils, contribué au financement de secteurs très polluants (II).

Pourtant, il faut aussi noter que ces nouveaux outils ont cristallisé de nombreux espoirs. En effet, la transition vers une économie décarbonée ne se fera pas sans des investissements massifs et rapides. Certains avancent donc que seules les banques centrales ont le pouvoir de créer les quantités d'argent nécessaires pour opérer une telle décarbonation du monde avant qu'il ne soit trop tard pour éviter un réchauffement dramatique du climat. Le financement par les banques centrales des initiatives vertes, des technologies à faible émission de carbone et des projets d'énergie renouvelable

---

sont fortement déséquilibrés, les 5 % des ménages les plus aisés détenant 40 % de ces actifs. »] (traduction libre)

[619] « Our overall results are the following: we find that while employment changes and mortgage refinancing were highly equalizing during the QE period, these impacts were nonetheless swamped by the large dis-equalizing effects of equity price appreciations. Reductions in returns to short term assets added further to dis-equalizing processes between the periods. Bond price appreciations, surprisingly, had little distributional impact. » MONTECINO Juan Antonio et EPSTEIN Gerald, « Did Quantitative Easing Increase Income Inequality? », Institute for New Economic Thinking, 2015, p6. [« Nos résultats globaux sont les suivants : nous constatons que si les changements en matière d'emploi et le refinancement des prêts hypothécaires ont été très égalisateurs pendant la période d'assouplissement quantitatif, ces impacts ont néanmoins été éclipsé par les importants effets liés à appréciation du prix des actions. Les réductions des rendements des actifs à court terme ont renforcé les processus de « différenciation » entre les périodes. Les appréciations du prix des obligations, étonnamment, ont eu peu d'impact sur la distribution. »] (traduction libre)

[620] *« Quantitative easing in the euro area through the ECB's asset purchase programme (APP) has stimulated economic activity and asset prices, affecting income and wealth inequality among households. It has decreased income inequality, mostly by reducing the unemployment rate for poorer households, but also, to a lesser extent, by increasing the wages of the employed. Quantitative easing has also helped to reduce net wealth inequality slightly through its positive impact on house prices. »* SLACALEK Jiri et LENZA Michele, « Quantitative easing did not increase inequality in the euro area » [en ligne], 2019, [consulté le 1 septembre 2023]. [« L'assouplissement quantitatif dans la zone euro par le biais des programmes d'achats d'actifs de la BCE a stimulé l'activité économique et les prix des actifs, ce qui a eu une incidence sur les inégalités de revenus et de patrimoine parmi les ménages. Il a réduit les inégalités de revenus, principalement en réduisant le taux de chômage des ménages les plus pauvres, mais aussi, dans une moindre mesure, en augmentant les salaires des personnes employées. L'assouplissement quantitatif a également contribué à réduire légèrement les inégalités de patrimoine nettes grâce à son impact positif sur les prix de l'immobilier. »] (traduction libre)

entrepris par les gouvernements et les banques publiques d'investissement du monde entier, pourrait être le seul moyen réaliste de financer la transition. C'est pourquoi, les programmes d'achats constituent des outils prometteurs dans le processus de verdissement de la politique monétaire[621] (III).

[621] « Only central banks have the power to create the quantities of money needed to decarbonize the whole world before it is too late. Central bank financing of green initiatives, low-carbon technologies and renewable energy projects undertaken by governments and public investment banks around the world may be the only realistic way of funding what will be the world's largest ever development project. If governments and central banks can conquer their fears and agree to cooperate, it may not be too late to use QE for the People to help to save the planet. » COPPOLA Frances, *The case for people's quantitative easing*, Polity, 2019, p. 133. [« Seules les banques centrales ont le pouvoir de créer les quantités d'argent nécessaires pour décarboner le monde avant qu'il ne soit trop tard. Le financement par les banques centrales des initiatives vertes, des technologies à faible émission de carbone et des projets d'énergie renouvelable entrepris par les gouvernements et les banques publiques d'investissement du monde entier pourrait être le seul moyen réaliste de financer ce qui sera le plus grand projet de développement jamais réalisé dans le monde. Si les gouvernements et les banques centrales peuvent vaincre leurs craintes et accepter de coopérer, il n'est peut-être pas trop tard pour utiliser l'assouplissement quantitatif « pour les citoyens » afin de contribuer à sauver la planète. »] (traduction libre)

I- Regard historique sur la mise en place des programmes d'assouplissement quantitatif

Ben Bernanke qui était à la tête de la FED lors de la crise de 2008, et qui décida le premier de mettre en place des programmes d'achats, explique que depuis Adam Smith, les économistes croient généralement en la capacité du marché à allouer les ressources de manière efficace. Cependant, face à l'ampleur de la crise, Bernanke et ses collègues du *Federal Open Market Committee* (FOMC) ont reconnu qu'en cas de panique financière, la peur et l'aversion au risque empêchent les marchés financiers de remplir leurs fonctions essentielles[622]. À l'instar de ce que l'on observe en Europe, aux États-Unis, l'inflation avait à l'époque fortement diminué en raison de l'effondrement des dépenses et de la chute des prix des produits de base. À cela, il faut ajouter qu'à cette époque une sorte de crise de confiance pesait sur le marché bancaire. À l'été 2007, à la suite d'autres acteurs, BNP avait « gelé » trois fonds[623] puis le 15 septembre, c'est la Banque Lehmann Brothers qui était emportée dans une retentissante faillite. Cette défiance avait conduit les banques à accorder de moins en moins de prêts. Or comme l'explique bien Mervyn King, le gouverneur de la Banque d'Angleterre de l'époque :

> *« Lorsque les banques accordent des prêts à leurs clients, elles créent de l'argent en créditant les comptes de leurs clients. Le rôle habituel d'une banque centrale est de limiter ce taux de création monétaire, afin qu'une expansion excessive des dépenses monétaires ne conduise pas à l'inflation. Mais un*

[622] « Since Adam Smith, economists have generaly believed in the capacity of free markets to allocate resources efficiently. But most of my colleagues and I recognized that, in a financial panic, fear and risk aversion prevent financial markets from serving their critical functions. » BERNANKE Ben S., *The courage to act*, W.W. Norton & Company, 2015, p. 417. [« Depuis Adam Smith, les économistes croient généralement en la capacité des marchés libres à allouer les ressources de manière efficace. Mais la plupart de mes collègues et moi-même avons reconnu qu'en cas de panique financière, la peur et l'aversion au risque empêchent les marchés financiers de remplir leurs fonctions essentielles. »] (traduction libre)

[623] CARCELLER Julie, « BNP Paribas IP gèle trois fonds » [en ligne], *Les Echos*, 10 août 2007, [consulté le 22 novembre 2023].

système bancaire endommagé signifie qu'aujourd'hui les banques ne créent pas suffisamment d'argent. Nous devons le faire pour eux. »[624]

En effet, cette situation poussa Bernanke à déclarer que les taux d'intérêts pourraient rester à zéro pendant une longue période[625]. Bernanke considéra alors qu'il était temps de « mettre fin à l'orthodoxie »[626] en matière de politique monétaire et décida alors de la mise en place des achats d'actifs à grande échelle, ou LSAP pour *Large-scale asset purchases*. Le monde financier persistera à appeler « QE » ces programmes alors que ce terme renvoyait aux programmes japonais des années 2000, qui différaient des achats de titres de la FED à bien des égards. Selon Bernanke, les programmes de QE japonais visaient à augmenter la masse monétaire, alors que la FED s'est concentrée sur l'achat de titres du Trésor à plus long terme et de titres adossés à des créances hypothécaires afin de réduire les taux d'intérêt à long terme[627]. L'objectif était en effet de faire baisser les taux d'intérêt à long terme, (les taux des prêts

---

[624] Traduction libre depuis : « When banks extend loans to their customers, they create money by crediting their customers' accounts. The usual role of a central bank is to limit this rate of money creation, so that an excessive expansion of money spending does not lead to inflation. But a damaged banking system means that today banks aren't creating enough money. We have to do it for them. » KING Mervyn, « Speech to the South Wales Chamber of Commerce at The Millennium Centre », *Bank of England*, Speech, 2012.

[625] « The deepening U.S. recession was spreading globally. Inflation, an important concern when the Committee had met six months earlier, was rapidly declining as spending plummeted and commodity prices fell. The prospect of improvement in the economy was nowhere in sight. "I think we ought to recognize that we could be at zero (interest rates) for quite a long time," I said. » BERNANKE Ben S., *op. cit.*, p. 418. [« L'aggravation de la récession américaine se propageait à l'échelle mondiale. L'inflation, qui constituait une préoccupation importante lors de la réunion du Comité six mois plus tôt, diminuait rapidement en raison de l'effondrement des dépenses et de la chute des prix des matières premières. La perspective d'une amélioration de l'économie n'était nulle part en vue. « Je pense que nous devons admettre que nous pourrions rester à zéro (taux d'intérêt) pendant très longtemps », ai-je déclaré. »] (traduction libre)

[626] Traduction libre depuis : « We had reached the end of orthodoxy. » *Ibid.*

[627] « QE was the term applied to (unsuccessful) Japanese programs earlier in the decade, which differed from our securities purchases in many respects. In particular, the Japanese QE programs were aimed at increasing the money supply, while the Fed focused on purchasing longer-term Treasury and mortgage-backed securities as a means of reducing longer-term interest rates. » *Ibid.* [« L'assouplissement quantitatif était le terme appliqué aux programmes japonais (infructueux) au début de la décennie, qui différaient de nos achats de titres à bien des égards. En particulier, les programmes japonais d'assouplissement quantitatif visaient à augmenter la masse monétaire, tandis que la Fed se concentrait sur l'achat de titres du Trésor et de titres hypothécaires à plus long terme afin de réduire les taux d'intérêt à long terme. »] (traduction libre)

hypothécaires à trente ans et des obligations d'entreprise) pour stimuler les dépenses dans le logement et les investissements des entreprises, par exemple. D'où le fait que la FED ait commencé en décembre 2008 par acheter des titres de dette de Fannie Mae et Freddie Mac, deux sociétés spécialisées en refinancement hypothécaire, puis par acheter en janvier 2009 des titres des créances hypothécaires. Ce n'est qu'ensuite que la FED s'est tournée vers des titres du Trésor américain. Bernanke explique qu'en achetant ces titres du trésor à long terme l'idée était d'en faire baisser le taux et que la baisse de ces rendements se répercute sur d'autres taux d'intérêt à plus long terme :

> *« Par exemple, lorsqu'ils envisagent d'acheter une obligation d'entreprise, les investisseurs évaluent généralement le rendement de cette obligation par rapport à ce qu'ils pourraient gagner sur un titre du Trésor de même échéance. Si le rendement offert par le titre du Trésor diminue, les investisseurs accepteront généralement un rendement plus faible sur l'obligation d'entreprise. En outre, lorsque les achats de la FED réduisent l'offre de bons du Trésor, les investisseurs sont contraints de se tourner vers d'autres actifs, tels que les actions, ce qui entraîne une hausse des prix de ces actifs. En achetant des titres du Trésor, l'objectif ultime était de précipiter une réduction générale du coût du crédit*[628]*. »*

Dietsch, Claveau et Fontant expliquent que la mise en place des programmes d'achat vise à provoquer une demande accrue pour une vaste catégorie d'actifs, ce qui poussera leurs prix à la hausse (donc leurs taux d'intérêt à la baisse) et, subséquemment, pourra à la fois stimuler la dépense par un effet de richesse et stimuler l'investissement par la réduction des coûts d'emprunt pour les sociétés[629].

---

[628] Traduction libre depuis : « For example, when considering a corporate bond, investors typically evaluate the yield on that bond relative to what they could earn on a Treasury of similar maturity. If the yield offered by the Treasury security falls, investors will usually accept a lower yield on the corporate bond as well. Moreover, when the Fed's purchases reduce the available supply of Treasuries, investors are forced to shift to other assets, such as stocks, leading the prices of those assets to rise. In buying Treasury securities, our ultimate goal was to precipitate a broad reduction in the cost of credit. » *Ibid.*, p. 419.

[629] DIETSCH Peter, CLAVEAU François, FONTAN Clément *et al.*, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts ?*, [s. n.], 2019, p. 31.

La Banque d'Angleterre a rapidement emboité le pas de la FED et commencé à acheter des obligations d'État dès mars 2009[630]. La Banque du Japon, qui avait été la première à pratiquer l'assouplissement quantitatif au début des années 2000, allait à la fois augmenter ses achats d'obligations d'État et entreprendre une série d'autres programmes visant à encourager la circulation du crédit[631]. Ce n'est qu'un peu plus tard que l'Eurosystème se décida à recourir à ce type d'outil préférant jusqu'en 2010 se concentrer sur ses prêts à long terme aux banques. Au sein de l'Eurosystème, l'introduction des programmes d'achats a été décidées avec le lancement du programme d'achats d'obligations sécurisées (*Securities markets programme, SMP*) émises par des banques et des États[632].

En vérité, comme l'expliquent Olivier Clerc et Pascal Kauffmann « la BCE avait dès le début de la crise financière en 2007, mis en place un dispositif d'assouplissement qualitatif destiné à faciliter l'accès des banques européennes à la liquidité »[633]. Ils expliquent que :

> *« En décembre 2009, la BCE, si elle jugeait nécessaire le maintien de taux directeurs très bas, estimait pouvoir entreprendre de mettre fin à ses mesures non conventionnelles. (...) Ce calendrier s'est toutefois télescopé avec celui de la première crise grecque, qui comme on le sait, prend corps à l'automne 2009. Lorsque celle-ci est devenue systémique au printemps 2010, au point de s'étendre à plusieurs autres pays de la zone euro, de graves turbulences ont affecté les marchés européens d'obligations souveraines. (...) La BCE était dès*

[630] BANK OF ENGLAND, « Quantitative easing », sur *Bank of England* [en ligne], [consulté le 3 juin 2023].

[631] BANK OF JAPAN, « Price Stability Target of 2 Percent and Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control », sur *Bank of Japan* [en ligne], [consulté le 3 juin 2023].

[632] « Décision BCE/2010/5 de la Banque Centrale Européenne du 14 mai 2010 instaurant un programme pour les marchés de titre ».

[633] CLERC Olivier et KAUFFMANN Pascal, *L'Union économique et monétaire européenne*, Editions A. Pedone, 2016, p. 211.

lors fondée à réagir. Cette dernière va ainsi réintroduire, à partir du mois de mai 2010, certaines des mesures d'assouplissement qualitatif qu'elle avait entrepris de démanteler quelques mois plus tôt ».[634]

En effet, à l'occasion de la crise grecque l'Eurosystème avait mis en place dès juin 2009 le programme d'achat d'obligations sécurisées (*Covered Bonds Purchase Program – CBPP*), pour 60 milliards d'euros[635]. Cependant, la crise grecque va se propager et toucher de plein fouet le marché des obligations souveraines, c'est pourquoi la BCE va décider en 2010 d'intervenir sur ce marché avec le SMP. Comme pour le CBPP, il s'agissait officiellement de restaurer les canaux usuels de transmission de la politique monétaire[636]. Pour ce faire, l'Eurosystème va acquérir environ 220 milliards d'euros d'obligations souveraines entre mai 2010 et mai 2011[637].
Pour contourner l'interdiction de financement monétaire posée par l'article 123 du TFUE que l'on a déjà évoqué dans la première partie, l'Eurosystème va se cantonner à intervenir sur les marchés secondaires et donc à n'acheter que des obligations déjà émises et, ce faisant, à n'apporter de la liquidité qu'aux agents privés sans apporter de financement additionnel aux émetteurs souverains. Dans les faits, les programmes d'achats successifs vont progressivement faire redescendre les taux d'intérêts auxquels s'endettaient les États européens.

Un point qu'il nous paraît important de souligner ici pour dissiper un malentendu et un reproche souvent adressé aux programmes d'achats est que le QE n'a pas pour objectif d'augmenter les liquidités de façon permanente. Il est donc faux de le décrire comme étant la « planche à billet ». Cet outil ne crée pas de nouvelle monnaie de façon indéfinie et sans dette, c'est pourquoi il est trompeur de le décrire comme une impression de monnaie, même dans un sens métaphorique. L'intention est que

[634] *Ibid.*, p. 213.

[635] « Décision de la Banque Centrale Européenne du 2 juillet 2009 relative à la mise en oeuvre du programme d'achat d'obligations sécurisées (BCE/2009/16) ».

[636] CLERC Olivier et KAUFFMANN Pascal, *op. cit.*, p. 214.

[637] *Ibid.*, p. 215.

l'obligation achetée soit remboursée intégralement, après quoi l'argent créé pour l'acquérir est détruit et retiré de l'économie de la même manière que lors du remboursement des prêts aux banques commerciales. Il s'agit donc d'une création de monnaie temporaire[638].

En 2012, face à la gravité de crise des dettes souveraines que connaissait l'Europe, la BCE va afficher sa détermination. Durant l'été Mario Draghi qui préside alors l'institution dira lors d'un discours que la BCE est prête, quoiqu'il en coûte, à préserver l'euro[639]. À l'automne, l'Eurosystème a décidé d'un nouveau programme d'achats dit d' « opérations monétaires sur titres » ou OMT pour « *outright monetary transactions »,* qui visait à acheter des obligations souveraines[640]. L'achat des obligations étatiques visait à faire augmenter la demande pour ces dernières, donc à en faire baisser le taux d'intérêt et ainsi à favoriser l'endettement, la création monétaire et *in fine* l'inflation. Le marché de la dette souveraine était à cet égard stratégique, car cette dernière représente traditionnellement des actifs très sûrs et car les dettes d'États servent aussi de garantie. Il était donc important de ne pas laisser ce marché se gripper pour favoriser la distribution de crédits par les banques et ainsi améliorer le canal de transmission de la politique monétaire. Cependant, à la différence du SMP, le programme OMT était conditionné à ce que les États soient engagés à respecter un

[638] « It is important to note that the Bank of England has made a loan, and that the intention is that at some point the loan will be repaid and these new reserves will be withdrawn from the economy. For this reason the phrase 'printing money' is very misleading as it implies the permanent creation of new interest-free money, not the temporary creation of money through making a loan at interest. » BERNARDO Giovanni, RYAN-COLLINS Josh, WERNER Richard *et al.*, « Strategic quantitative easing », New Economics Foundation, 2013, p. 13 [consulté le 22 novembre 2023]. [« Il est important de noter que la Banque d'Angleterre a fait un prêt et que l'intention est qu'à un moment donné, le prêt soit remboursé et que ces nouvelles réserves soient retirées de l'économie. C'est pourquoi l'expression « imprimer de l'argent » est très trompeuse, car elle implique la création permanente de nouvelle monnaie sans intérêt, et non la création temporaire de monnaie par le biais d'un prêt à intérêt. »] (traduction libre)

[639]Traduction libre depuis : « Within our mandate the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough » DRAGHI Mario, « Speech at the Global Investment Conference », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 26 juillet 2012, [consulté le 8 juillet 2025].

[640] « Communiqué de presse de la Banque Centrale Européenne : Caractéristiques techniques des opérations monétaires sur titres », sur *European Central Bank* [en ligne], publié septembre 2012, [consulté le 8 juillet 2025].

programme d'ajustement macroéconomique avec le Fond européen de stabilité financière (FESF) ou avec le Mécanisme européen de stabilité (MES). La BCE avait précisé qu'elle se réservait la possibilité d'interrompre à tout moment ses achats pour un pays qui cesserait de respecter ses engagements au titre des plans d'assistance financière. À cette première différence, on peut ajouter le fait qu'aucune limite n'avait été fixée au montant des achats[641]. Rémi Pellet explique que ce programme était présenté comme « illimité, en quantité et dans le temps, d'achats sur le marché secondaire par la BCE, *via* les Banques centrales nationales, d'obligations souveraines, d'une maturité comprise entre un et trois ans, de pays de la zone euro »[642]. Cependant, comme le font remarquer Olivier Clerc et Pascal Kauffmann, ce qu'il y a de plus remarquable avec ce programme est « qu'il n'a jamais été formellement mis en œuvre »[643]. La simple annonce par la BCE de la possibilité d'achats illimités sur le marché des titres souverains a suffi à calmer les marchés et à produire les effets souhaités.

Néanmoins, ce programme fit face à une grande hostilité en Allemagne, notamment où sa légalité fut remise en cause devant la Cour constitutionnelle qui saisit la CJUE d'une question préjudicielle concernant la validité de ce programme. Controverse que la CJUE trancha dans son arrêt Gauweiler du 16 juin 2015 en concluant à la légalité du programme[644].

À partir de 2014, les programmes d'achats de l'Eurosystème vont se structurer plus finement autour de quatre programmes thématiques conduits simultanément. Sont d'abord lancés, le programme d'achats d'obligations sécurisées de banque ou CBPP3 pour « *covered bond purchase program* »[645] et le programme d'achats de titres adossés

[641] CLERC Olivier et KAUFFMANN Pascal, *L'Union économique et monétaire européenne*, Editions A. Pedone, 2016, p. 218.

[642] PELLET Rémi, *Droit financier public*, PUF, 2018, p. 706.

[643] CLERC Olivier et KAUFFMANN Pascal, *op. cit.*, p. 218.

[644] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».

[645] « Décision de la Banque Centrale Européenne du 15 octobre 2014 relative à la mise en oeuvre du troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (BCE/2014/40) ».

à des actifs ou ABSPP pour « *asset-backed securities pruchase program* »[646]. Puis, en 2015, l'Eurosystème s'est engagé dans l'achat de titres du secteur public avec le « *Public sector purchase program* » ou PSPP[647]. Enfin en 2016, l'Eurosystème s'est lancé dans le programme d'achats d'obligations émises par les entreprises ou CSPP pour « *Corporate sector purchase program* » que l'on a déjà évoqué[648]. L'ensemble de ces quatre programmes d'achats d'actifs est aussi appelé « *Assets Purchase Programme* » ou APP.

Fin 2018, constatant que l'inflation était en zone euro proche de la cible de 2%, le Conseil des gouverneurs va décider le 13 décembre de l'arrêt de l'achat net d'actif dans le cadre de l'APP. Décision qui ne mettait pas fin aux programmes d'achats puisqu'il était malgré tout décidé de réinvestir en totalité les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans ce cadre. Le Conseil des gouverneurs précisera ultérieurement qu'il « entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire »[649].

Cependant, en septembre 2019 l'inflation ayant à nouveau diminuée, Mario Draghi a déclaré la reprise des achats dans le cadre de l'APP sur un rythme de 20 milliards d'euros par mois.

---

[646] « Décision (UE) 2015/5 de la Banque Centrale Européenne du 19 novembre 2014 relative à la mise en oeuvre du programme d'achat de titres adossés à des actifs (BCE/2014/45) ».

[647] « Décision (UE) 2015/774 de la Banque Centrale Européenne du 4 mars 2015 concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (BCE/215/10) ».

[648] « Décision (UE) 2016/948 de la Banque centrale européenne du 1er juin 2016 relative à la mise en œuvre du programme d'achat de titres du secteur des entreprises (BCE/2016/16) », OJ L, 2016.

[649] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de Presse : Décision de politique monétaire », 2019.

L'histoire des achats d'actifs par l'Eurosystème ne s'arrête pas là, puisqu'en 2020, face à l'ampleur de la crise provoquée par la Covid sur les économies européennes, l'Eurosystème a décidé du lancement d'un programme d'achats d'urgence pour faire face à la pandémie : le « *Pandemic Emergency Purchase Programme* » ou PEPP[650]. Ce programme d'achats d'actifs portait sur des titres des secteurs privé et public et le Conseil des gouverneurs avait décidé initialement de lui allouer une enveloppe de 750 milliards d'euros. Ce montant sera augmenté deux fois par la suite, pour le porter à 1850 milliards fin 2020. Toutes les catégories d'actifs éligibles dans le cadre des autres programmes d'achats étaient rendues éligibles à l'achat au PEPP[651]. Fin 2021, le Conseil des Gouverneurs a décidé de l'arrêt des achats nets dans le cadre du PEPP en mars 2022 et du réinvestissement du principal des titres arrivant à échéance et ce jusqu'à fin 2024.

Fin 2022, lorsque l'Eurosystème a décidé de cesser d'acheter des titres dans le cadre de ses quatre programmes d'achats, le montant total des investissements effectués culminait à près de 3400 milliards d'euros[652]. Parmi ces programmes, c'est le programme d'achats de titres publics (PSPP) qui a recueilli la plus grande partie des fonds investis avec plus de 2500 milliards d'euros, loin devant le CSPP (340 milliards d'euros), le CBPP3 (environ 300 milliards) et l'ABSPP qui n'a lui recueilli qu'une vingtaine de milliards d'euros. Le PEPP a pour sa part rassemblé un portefeuille de titres représentant près de 1700 milliards d'euros dont l'essentiel était des titres du secteur public[653].

[650] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Pandemic emergency purchase programme (PEPP) », [consulté le 23 juin 2023].

[651] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Pandemic emergency purchase programme (PEPP) », sur *European Central Bank* [en ligne], [consulté le 8 juillet 2025].

[652] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Asset purchase programme », sur *European Central Bank* [en ligne], publié 2025, [consulté le 8 juillet 2025].

[653] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, *op. cit.*

Avec le retour de l'inflation en 2022, l'Eurosystème va décider début 2023 d'un resserrement de sa politique monétaire se traduisant logiquement par une remontée de ses taux directeurs, mais aussi par une diminution du montant des réinvestissements opérés dans le cadre de l'APP de sorte à progressivement faire diminuer la valeur du portefeuille des titres détenus.

On voit donc qu'entre les quatre programmes d'achats constituant l'APP et le PEPP l'Eurosystème a procédé à des achats d'actifs pour près de 5100 milliards d'euros en près de 10 ans. 5100 milliards d'euros déversés dans le marché obligataire pour tenter de faire remonter l'inflation à la cible de 2%.

Cependant, comme on l'a vu dans la première partie à propos du CSPP, ces programmes d'achats ont été vivement critiqués pour leur non prise en compte du caractère durable de la plupart des titres qu'ils aboutissaient à acheter. On a vu que le CSPP a eu même tendance à favoriser les très grandes entreprises des secteurs les plus polluants. L'autre écueil qui a été formulé à l'encontre des programmes d'achats et en particulier du CSPP, est de ne pas avoir favorisé les investissements dans les secteurs durables de l'économie. Pour le dire autrement, on a reproché à l'APP d'être à la fois trop carboné et pas assez « vert ».

L'Eurosystème a en partie cherché à répondre à ces critiques avec la mise en place de ce qu'on appelle le « *tilting* » ou « orientation » du CSPP (II). Cette politique visant à pondérer favorablement les achats de titres considérés comme durables et à l'inverse à réduire l'acquisition d'obligations d'acteurs polluants. Si l'effort est louable, le résultat peut néanmoins paraître très insuffisant et appelle à se questionner sur les voies possibles d'amélioration de ce processus (III).

II- Le verdissement des programmes d'achats

La partie qui va suivre présente le processus de verdissement des programmes d'achats de la BCE, mais il convient de souligner *a priori* que l'on n'évoquera pas les programmes SMP et OMT car comme expliqué, il s'agissait de programmes très circonstanciés temporellement et conjoncturellement. Il nous semble aussi plus pertinent de ne pas évoquer le CBPP3 et l'ABSPP en raison du caractère limité dans leurs montants de ces programmes. Des opérations de titrisations « vertes » ou d'obligations sécurisées « durables » ont été émises sur le marché et pourraient constituer des pistes de verdissement évidentes de ces programmes d'achats. Cependant, en l'état des volumes investis sur ces marchés par l'Eurosystème, il ne nous paraît pas que cela puisse impacter l'économie de façon suffisamment notable. Ce parti pris étant posé, nous évoquerons le verdissement du CSPP (A) et du PSPP (B), en nous intéressant aussi au PEPP, qui bien que très conjoncturel, a introduit des innovations notables.

A) L'intégration de la composante climatique dans le CSPP

Le verdissement du *Corporate sector purchase program* ou CSPP a été initié en réponse à de nombreuses critiques quant à son caractère carboné (1). Ce processus de verdissement a donné lieu à ce que l'on appelle, dans le jargon de l'Eurosystème, le « *tilting* du portefeuille *corporate* ». C'est à dire le ciblage des achats pour pondérer à la hausse les acquisitions de titres d'entreprises durables, et inversement, à diminuer les achats d'obligations d'acteurs polluants (2). Cependant, on verra que ce correctif apporté au CSPP n'est pas entièrement satisfaisant (3).

1- Le CSPP un programme carboné : critiques et controverses

À l'occasion des développements consacrés à la neutralité de marché à laquelle la BCE cherche à s'astreindre dans son action, en vertu de l'article 119 du TFUE, nous avons vu que le programme d'achats d'obligations d'entreprises était très critiquable.

En résumé, le CSPP favorise très largement les entreprises qui sont éligibles aux achats de leurs obligations en contribuant à faire baisser le taux d'intérêt des titres obligataires qu'elles émettent. Les sociétés de tailles plus modestes qui n'ont pas accès au marché obligataire profitent de la baisse généralisée des taux d'intérêt et donc indirectement des achats d'obligations en jouissant de meilleures conditions d'emprunt, mais elles en profitent moins que celles qui peuvent se financer sur le marché obligataire. Or, favoriser les entreprises les plus présentes sur le marché obligataire contribue à reproduire des distorsions et les inefficiences existantes sur les marchés. De plus, on a vu que les grandes entreprises éligibles sont aussi des entreprises dont l'activité est bien souvent très orientée vers les industries les plus polluantes et les plus émettrices de gaz à effet de serre.

En ayant reproduit les biais d'un marché qui lui-même concentre ses achats sur des entreprises relativement plus polluantes, l'Eurosystème a conduit à faire drastiquement baisser le coût de l'endettement pour ces dernières. Ce qui a par conséquent permis à ces entreprises d'effectuer des emprunts supplémentaires et donc des investissements additionnels dans des infrastructures, contribuant au phénomène de « verrouillage carbone » et ainsi de renforcer un système énergétique basé sur l'exploitation des combustibles fossiles. Ce faisant, le CSPP a permis l'augmentation du niveau d'endettement des secteurs polluants et par voie de conséquence le risque d'un endettement insoutenable et de défaillances des entreprises à forte intensité carbone, exposant le système financier à des risques de transition plus élevés. En somme, l'Eurosystème a contribué à maintenir l'économie sur une voie très carbonée.

Cette attitude est d'autant plus problématique dans la mesure où, aujourd'hui, les banques centrales possèdent une part importante des actifs financiers mondiaux et qu'elles ont la capacité d'influencer l'orientation des investissements en termes de perception du risque, de prix, de rendement, de durée ou de liquidité. Ce pouvoir se

double d'une lourde responsabilité pour les banques centrales, celle de ne pouvoir ignorer l'impact environnemental et social de leurs investissements[654].

2- Le « ciblage » des achats

Il faut reconnaitre que la BCE n'a pas été sourde à ces critiques et qu'elle a tenté d'y répondre avec la mise en place du « *tilting* » de son programme d'achats, c'est-à-dire d'une orientation de ce dernier vers plus de durabilité dans la composition des actifs de son portefeuille.

En juin 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé de modifier la décision (UE) 2016/948 relative à la mise en œuvre du CSPP (BCE/2016/16) de sorte à intégrer des considérations climatiques permettant d'« orienter » ce programme vers les émetteurs présentant une meilleure performance climatique. C'est ce qu'on appelle le « *tilting* » du CSPP, ce processus de verdissement du CSPP a été posé dans la décision (UE) 2022/1613 de la BCE du 9 septembre 2022 (BCE/2022/29).

Dans le communiqué de presse publié en juillet 2021 et présentant la mesure, la BCE expliquait qu'elle ambitionnait d'adapter le cadre régissant l'allocation des achats d'obligations d'entreprises pour y intégrer des critères relatifs au changement climatique. L'idée étant de mettre en place des critères d'alignement des émetteurs sur, au minimum, la législation de l'UE mettant en œuvre l'accord de Paris, par le biais

[654] « As central banks today possess eight percent of global financial assets and have the capacity to influence the direction of investment of other financial assets in terms of risk perception, price, return, duration and liquidity, central banks cannot ignore the social impact of their investments. » SHENG Andrew, « Central banks can and should do their part in funding sustainability », Centre for International Governance Innovation (CIGI), 2015, p. 7. [« Comme les banques centrales possèdent aujourd'hui 8 % des actifs financiers mondiaux et ont la capacité d'influencer l'orientation des investissements d'autres actifs financiers en termes de perception du risque, de prix, de rendement, de durée et de liquidité, les banques centrales ne peuvent pas ignorer l'impact social de leurs investissements. »] (traduction libre)

d'indicateurs liés au changement climatique ou d'engagements des émetteurs à l'égard de ces objectifs[655].

En juillet 2022, suite au Conseil des gouverneurs de juin, la BCE précise qu'elle entend réorienter ses avoirs vers des émetteurs plus performants sur le plan climatique en jouant sur la réallocation des remboursements qu'elle va toucher dans le cadre du CSPP. En effet, l'Eurosystème a pour pratique de détenir ses obligations jusqu'à leur maturité. Par conséquent, lorsque les titres arrivent à échéance l'Eurosystème est remboursé de son investissement. C'est cette somme que la BCE entend orienter en augmentant la part de ses investissements dans des entreprises ayant une meilleure performance climatique par rapport à ses investissements dans celles qui ont une moins bonne performance climatique.

La BCE explique que cette mesure vise à atténuer les risques financiers liés au climat dans le bilan de l'Eurosystème et qu'elle espère inciter les émetteurs à améliorer leur communication et à réduire leurs émissions de carbone. Elle précise que les montants qu'elle décidera de réinvestir seront uniquement déterminés par des considérations de politique monétaire et au regard des chiffres de l'inflation.[656]

Jusqu'à cette décision, les achats d'obligations étaient principalement basés sur la capitalisation boursière des émetteurs. Autrement dit, l'Eurosystème achetait davantage d'obligations des secteurs qui émettaient le plus d'obligations. Avec la mise en place du *tilting* les décisions d'achat de titres seront pondérées par des informations permettant d'évaluer les risques liés au climat des entreprises. *In fine*, l'objectif affiché par la BCE est d'accroitre la part des actifs figurant au bilan de l'Eurosystème émis par des acteurs performants sur le plan climatique. Pour ce faire l'Eurosystème entend se

[655] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de Presse du 8 juillet 2021 : La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire » [en ligne], 2021, [consulté le 30 octobre 2023].

[656] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE European Central, « Communiqué de Presse du 4 juillet 2022 : La BCE prend de nouvelles mesures visant à intégrer le changement climatique à ses opérations de politique monétaire » sur *European Central Bank* [en ligne], 2022, [consulté le 30 octobre 2023].

baser sur les dernières publications des émetteurs relatives au climat, les émissions de gaz à effet de serre passées et les engagements futurs en matière de décarbonation.

Certains pourraient être tentés d'opposer la neutralité de marché à cette pratique, mais comme on l'a expliqué dans la Partie 1, cette notion ne revêt pas de force normative importante. En revanche, comme l'a bien posé la BCE, ces réinvestissements devront d'abord et avant tout viser à atteindre l'objectif de stabilité des prix et respecter les principes de proportionnalité et d'égalité de traitement.

En effet, juridiquement, il serait facile d'opposer à une telle mesure qu'un outil de politique monétaire doit avoir pour objectif principal le maintien de la stabilité des prix et que l'objectif d'y introduire un critère « d'efficacité du marché » et non plus de neutralité du marché, en cherchant à refléter le coût du carbone, outrepasse la compétence de l'Eurosystème. Cependant, répétons-le, le principe de l'économie de marché ouverte lie l'Eurosystème, mais celui-ci peut y déroger s'il peut le justifier. Or, la justification est évidente lorsqu'il est possible d'identifier des inefficacités dans le fonctionnement du marché qui nuisent à la réalisation de son mandat par l'Eurosystème. Il nous semble donc que dans le cas d'espèce, l'Eurosystème était parfaitement compétent pour décider une modification du corpus juridique afférent au CSPP pour essayer de l'aligner sur les critères de l'accord de Paris ainsi que pour soutenir les politiques économiques générales de l'Union en matière de réduction des émissions de gaz à effet de serre. L'Eurosystème doit cependant aussi démontrer que ces mesures sont sans préjudice pour le maintien de la stabilité des prix de sorte à respecter son mandat principal.

3- Un « ciblage » imparfait et insuffisant

S'il constitue un premier pas louable en soi et important en ce qu'il fait tomber certaines barrières mentales à un verdissement des programmes d'achats, le *tilting* du CSPP doit cependant être vu comme ce qu'il est : une mesure insuffisante en l'état.

La principale limite est évidemment que les montants que réorientent cette mesure ne concernent que les réinvestissements des obligations arrivant à échéance. Il n'est pas question de toucher au stock d'obligations détenu en portefeuille et de procéder à des arbitrages pour vendre les obligations d'entités polluantes pour acheter des titres d'entités durables. De plus, en mars 2023, dans le cadre de ses mesures de lutte contre l'inflation, la BCE a décidé de ne réinvestir qu'une partie des remboursements qu'elle touchait. Dans son communiqué de presse, la BCE expliquait que l'Eurosystème ne réinvestirait pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Cette réduction fut « de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à fin juin 2023 »[657]. Puis en juillet 2023, la BCE a décidé de ne plus réinvestir du tout « les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance »[658]. Ce qui, de fait, a mis fin au processus de verdissement du CSPP à peu près un an après sa mise en place.

On pourrait dire, en faisant échos aux critiques formulées vis-à-vis de ce programme, que la fin des réinvestissements est une bonne nouvelle puisque le CSPP de l'Eurosystème contribuait à maintenir l'économie sur une voie très carbonée. Il est aussi possible de souligner que de toute façon les titres achetés étaient ceux d'entreprises sans réelle difficulté de financement et que l'impact final de ce type d'achat, même « tilté », était limité puisque très facilement substituable. Cependant, le processus de *tilting* doit être vu comme une première tentative méritoire de correction des défauts que comportait le CSPP. On peut donc regretter que cette initiative se soit heurtée à un contexte macroéconomique imposant une politique monétaire restrictive. On notera d'ailleurs que la Banque d'Angleterre a elle aussi eu une démarche comparable de *tilting* de son programme d'achats *corporate* appelé « Corporate Bond Purchase Scheme » ou CBPS.[659]

---

[657] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de presse du 16 mars 2023 : Décisions de politique monétaire » sur *European Central Bank* [en ligne], 2023, [consulté le 8 juillet 2025].

[658] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de presse du 27 juillet 2023 : Décisions de politique monétaire » sur *European Central Bank* [en ligne], 2023, [consulté le 8 juillet 2025].

[659] BANK OF ENGLAND, « Greening our Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS) », sur *Bank of England* [en ligne], publié le 31 juillet 2023, [consulté le 8 juillet 2025].

À ce jour, il n'est pas complètement impossible qu'un ciblage des achats de titres privés reprenne si l'Eurosystème se lançait dans de la gestion active de son portefeuille de titres « *corporate* », c'est-à-dire s'il était décidé de vendre des titres achetés avant leur maturité et de réallouer le produit de la vente à l'achat d'autres titres. En vendant ses titres bruns et en achetant des obligations plus durables, l'Eurosystème pourrait ainsi verdir le stock restant des obligations détenues en portefeuille. Ce processus de gestion ne semble pas contraire aux traités et les juges de la CJUE ont d'ailleurs rappelé dans l'arrêt Weiss que « la BCE et les banques centrales des États membres peuvent, en principe, intervenir sur les marchés de capitaux en achetant et en vendant ferme des titres négociables libellés en euros »[660].

Au paragraphe 150 de ce même arrêt, les juges ajoutent que « la simple faculté de procéder, le cas échéant, à la revente de tout ou partie des obligations acquises contribue à préserver l'incitation [pour les États membres, s'agissant du PSPP,] à conduire une politique budgétaire saine, dans la mesure où, ainsi qu'il a été relevé au point 135 du présent arrêt, cette faculté permet au SEBC d'adapter son programme en fonction de l'attitude des États membres concernés »[661].

Cette décision concernait un programme d'achats de titres publics, mais il ne semble pas que les principes ici posés puissent être différents en matière d'achats de titres privés.

À défaut de la mise en place d'une telle gestion active du portefeuille de titres d'entreprise, aujourd'hui c'est plus vers le PEPP et le PSPP qu'il faut se tourner pour verdir les programmes d'achats. La question du verdissement du PEPP peut être traitée indirectement dans la mesure où comme expliqué ci-dessus ce programme a consisté en l'achat de titres d'entreprises et de titres publics. Les titres d'entreprises détenus

[660] CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 », point 69.

[661] *Ibid.*

dans le cadre de ce programme se sont vus appliquer les mêmes règles de *tilting* que les titres du CSPP. Par conséquent, nous renverrons aux développements ci-dessus pour comprendre le possible verdissement du volet titres d'entreprises de ce programme, soit ce que l'on vient d'expliquer pour le CSPP. La partie « titres publics » étant quant à elle comparable aux achats effectués pour le PSPP, son verdissement sera traité indirectement en évoquant le verdissement du PSPP.

B) L'intégration de la composante climatique dans le PSPP

Comme expliqué plus haut, c'est en 2015 que l'Eurosystème s'est engagé dans l'achat de titres du secteur public avec le lancement du « *Public sector purchase program* » ou PSPP[662]. Le premier élément à avoir en tête à cet égard est que l'univers des titres éligibles à l'achat dans le cadre de ce programme est beaucoup plus large que simplement des obligations assimilables du Trésors (OAT) ou des Bunds allemands. Comme l'explique l'article 3 de la décision (UE) 2015/774 :

> *« 1. Sous réserve des conditions énoncées à l'article 3, les titres de créance négociables libellés en euros émis par des administrations centrales, régionales ou locales d'un État membre dont la monnaie est l'euro, par des agences reconnues situées dans la zone euro, par des organisations internationales situées dans la zone euro et par des banques multilatérales de développement situées dans la zone euro peuvent faire l'objet des achats effectués par les banques centrales de l'Eurosystème au titre du PSPP. »*

Si les notions d'« administrations centrales, régionales ou locales » peuvent sembler assez claires, celle d'« agences reconnues » l'est peut-être un peu moins. La BCE tient à jour une liste des entités dont le statut d'agence a été reconnu, pour ce qui est des entités françaises, on y retrouve par exemple, l'Agence française de développement (AFD), l'Assistance publique-Hôpitaux de Paris (AP-HP), BPI France

[662] « Décision (UE) 2015/774 de la Banque Centrale Européenne du 4 mars 2015 concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (BCE/215/10) ».

financement, la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) et la Caisse des dépôts et consignations (CDC), mais aussi Île-de-France Mobilités, SNCF Réseau, ou la Société du Grand Paris[663].

Les notions d'« organisations internationales » et de « banques multilatérales de développement » situées dans la zone euro sont également explicitées dans cette même liste. On peut y voir entre autres la Banque des règlements internationaux (BRI), la Banque européenne d'investissement (BEI) mais aussi le Mécanisme européen de stabilité (MES), l'Union européenne elle-même et le FMI.

L'univers des titres achetables dans le cadre de ce programme est immense et les volumes d'achats évoqués ci-dessus illustrent que ce programme était, et de loin, le programme le plus important. Fin 2022, l'Eurosystème avait investi pour près de 3400 milliards d'euros *via* les programmes d'achats, dont 2500 milliards d'euros *via* le PSPP[664]. Le CSPP, évoqué ci-avant, n'avait lui recueilli « que » 340 milliards d'euros. Dès lors, la question du verdissement de ce programme doit se poser.

Certains font remarquer que d'une certaine façon ce processus est déjà à l'œuvre. En effet, la BCE alloue à peu près 10% du PSPP à des obligations émises par des institutions supranationales, ce qui inclut plusieurs banques régionales et nationales de développement. Or les banques de développement ont été à l'avant-poste du financement de la lutte contre le réchauffement climatique. Par exemple, la Banque européenne d'investissement consacre 25% de ses prêts à des projets intégrés dans la lutte contre le changement climatique. Ainsi, la BCE pourrait bien être déjà indirectement en train de soutenir des investissements bas carbone dans le cadre de ses achats du secteur public[665].

---

[663] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « List of Marketable assets » [en ligne], 2023, [consulté le 31 octobre 2023].

[664] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Asset purchase programme », sur *ECB website* [en ligne], publié le 2023, [consulté le 23 juin 2023].

[665] voir : « It should be noted, however, that an indirect form of green QE might already be happening through the purchase of bonds issued by public sector entities that finance low-carbon activities. For example, the ECB allocates around 10% of its Public Sector Purchase Program to bonds issued by

Si l'idée sous tendant cette thèse ne nous paraît pas fausse, on objectera que le résultat aboutit néanmoins à un verdissement très marginal de ce programme d'achats. L'Eurosystème n'ayant à ce jour rien opéré pour verdir d'avantage le PSPP, on s'interrogera sur les pistes possibles pour ce faire. Il nous semble que deux approches sont possibles, soit en opérant un ciblage des achats entre les pays de la zone euro (1) soit en orientant les achats au sein des entités éligibles en fonction de leur profil climatique, à la façon du *tilting* du CSPP (2). La mise en place des programmes d'achats de titres publics n'est pas allée sans tensions, celles-ci se sont cristallisées dans des contentieux portés devant la CJUE et illustrent le caractère sensible du sujet (3).

1- Verdissement du PSPP et discriminations entre États

À titre liminaire, il nous parait important de souligner qu'un verdissement du PSPP impliquerait nécessairement un profond bouleversement de sa philosophie. Contrairement au programme OMT qui visait déjà à acheter des obligations étatiques mais qui était conditionné à ce que les États se soient engagés à respecter un programme d'ajustement macroéconomique avec le MES, le PSPP ne fait quant à lui aucune distinction entre pays et n'impose aucune conditionnalité autre que la qualité du crédit

'supranational institutions', which include several regional and national development banks. Development banks have been at the forefront of climate mitigation financing in recent years. For instance, the European Investment Bank (EIB) dedicates a minimum of 25% of its lending to climate action projects. Thus, the ECB might already be indirectly supporting low-carbon investments, although to a limited extent, through the inclusion of EIB-issued bonds in its QE program. » Emanuele Campiglio, Yannis Dafermos, Pierre Monnin, Josh Ryan-Collins, Guido Schotten & Misa Tanaka, « Climate change challenges for central banks and financial regulators », Nature Climate Change, 8 (6), pp 462-468. [« Il convient toutefois de noter qu'une forme indirecte d'assouplissement quantitatif vert pourrait déjà avoir lieu par le biais de l'achat d'obligations émises par des entités du secteur public qui financent des activités à faible émission de carbone. Par exemple, la BCE alloue environ 10 % de son programme d'achat du secteur public à des obligations émises par des « institutions supranationales », qui comprennent plusieurs banques de développement régionales et nationales. Ces dernières années, les banques de développement ont été à l'avant-garde du financement de l'atténuation du changement climatique. Par exemple, la Banque européenne d'investissement (BEI) consacre au moins 25 % de ses prêts à des projets d'action climatique. Ainsi, la BCE pourrait déjà soutenir indirectement les investissements à faible intensité de carbone, bien que dans une mesure limitée, en incluant les obligations émises par la BEI dans son programme d'assouplissement quantitatif. »] (traduction libre)

de l'émetteur[666]. Or, derrière toute entreprise de verdissement, il y a l'idée de vouloir entrainer le marché et ses acteurs vers des comportements plus vertueux d'un point de vue climatique. Donc, un verdissement du PSPP impliquerait que le programme sorte de sa neutralité et opère une forme de discrimination entre les émetteurs du point de vue de leurs profils climatiques. Ce mouvement paraît politiquement périlleux car il impliquerait de privilégier certains États européens par rapport à d'autres. Cependant, cette conditionnalité à l'achat de la dette publique a déjà été mise en place, bien que non utilisée dans les faits, avec le programme OMT et n'est donc peut-être pas impossible à reproduire. Comme l'explique Eric Monnet :

> *« Pour éviter l'aléa moral, les OMT furent assorties d'une clause conditionnelle importante : le pays en crise devait d'abord faire appel au Mécanisme européen de stabilité (MES), un organisme européen chargé de décider à quelles conditions (notamment de réformes économiques et politiques) un pays pouvait bénéficier de l'aide de la Commission européenne et, donc, de la BCE[667] ».*

On pourrait donc imaginer dans le cas d'un verdissement du PSPP que la conditionnalité soit le respect par le pays de ses engagements climatiques et en particulier de l'Accord de Paris par exemple. Ainsi, les pays respectant leurs trajectoires de décarbonation verraient leurs titres être plus achetés par l'Eurosystème et bénéficieraient donc indirectement d'un taux d'intérêt moindre du fait du surcroit de demande pour leurs titres.

Une autre approche, par les risques, bien que plus injustement discriminante, pourrait aussi consister à différencier l'achat de dette publique en fonction de l'exposition du pays aux événements climatiques extrêmes : montés des eaux, feux de forêts etc. Un

---

[666] « Il faut bien comprendre la différence avec les OMT. Les premières étaient un engagement de la banque centrale à acheter de la dette publique d'un pays donné en cas de crise, sous conditions de réformes budgétaires et politiques. L'achat d'actifs (QE) ne fait quant à lui aucune distinction entre pays et n'impose aucune conditionnalité. Son but n'est pas a priori de résoudre une crise de la dette publique, mais de relancer l'inflation et la croissance économique. La banque centrale commença à acheter énormément d'actifs à long terme pour faire baisser le taux d'intérêt à long terme (qui est généralement supérieur à celui à court terme). » MONNET Eric, *La Banque-providence*, Seuil et La République des Idées, 2021, p. 57.

[667] *Ibid.*, p. 56.

pays comme l'Espagne très exposé aux feux de forêts ou les Pays-Bas qui sont eux très exposés au risque de montée des eaux devraient alors être jugés comme des contreparties plus risquées et donc voir leur présence dans les portefeuilles de l'Eurosystème pondérée. Immédiatement on comprend le caractère sensible d'une telle décision qui, en plus de l'arbitraire sur lequel elle repose, ne prend précisément pas en compte les besoins d'endettement de ces pays pour s'adapter à une planète au climat déréglé. Au-delà du caractère officiellement pénalisant pour certains pays de l'Union de la politique monétaire, une telle mesure conduirait à s'écarter de la clef de répartition.

À ce stade, il faut préciser que chaque BCN est actionnaire de la BCE et que le montant du capital que doit posséder chaque BCN est proportionnel à sa population et son PIB, c'est ce que l'on appelle la clef de répartition. Au 1er janvier 2019, lors de sa dernière mise à jour, elle aboutissait par exemple à ce que la Deutsche Bundesbank détienne un peu plus de 18% du capital, suivie par la Banque de France avec 14,2% et la Banca d'Italia avec un peu moins de 12%. Sur la base de cette répartition du capital, le volume des achats effectués dans le cadre du PSPP pays par pays devait respecter cette clef de répartition[668]. Ainsi, la Bundesbank pouvait acheter près de 18% du montant que l'Eurosystème avait décidé d'investir dans le cadre de l'APP et la Banque de France près de 14%. Un verdissement du PSPP impliquerait de déroger à cette clef de répartition, soit pour donner une prime aux pays les mieux disant sur la scène climatique et inversement une sanction par les taux d'intérêts aux pays de l'Union ne respectant pas leurs engagements, soit, dans une approche par les risques, pour éviter d'acheter les titres des pays les plus exposés aux conséquences du réchauffement climatique.

S'écarter de la clef de répartition dans le cadre des achats avait été envisagé par l'Eurosystème en juillet 2022 au moment de la normalisation de la politique monétaire.

[668] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « La BCE adopte une nouvelle clé de répartition de son capital », sur *European Central Bank* [en ligne], publié le 3 décembre 2018, [consulté le 1 novembre 2023].

À cette époque, l'Italie, particulièrement touchée par la Covid, était dans une situation économique laissant craindre que le taux d'intérêt de ses émissions obligataires ne s'envole et donc que l'écart entre le taux italien et le taux allemand (le « *spread* ») ne devienne insoutenable. Le Conseil des gouverneurs avait décidé d'ajouter à sa boite à outils de politique monétaire le TPI pour « *Transmission Protection Instrument* » ou instrument de protection de la transmission en expliquant que cet outil pourrait être activé pour contrer les dynamiques de marché injustifiées constituant une menace sérieuse pour la transmission de la politique monétaire[669]. L'idée étant d'être en capacité de faire des achats sur le marché secondaire des titres émis dans des pays connaissant une détérioration des conditions de financement non justifiée pour contrer les risques pesant sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Depuis lors, et peut-être à l'instar du destin de l'OMT, le TPI n'a pas été activé, mais l'outil existe et a ouvert la porte à des achats de titres publics, voir privés, s'affranchissant de la clef de répartition. Il est cependant difficile d'en dire plus car les détails de cet instrument demeurent confidentiels.

2- Verdissement du PSPP par ciblage des entités éligibles

On pourrait imaginer que l'Eurosystème opère un ciblage plus précis au sein des entités éligibles au PSPP pour favoriser celles dont l'action vise à lutter contre le réchauffement climatique. Pour ce faire il serait possible de s'inspirer du *tilting* du CSPP déjà évoqué ou de la mesure de verdissement du collatéral permettant d'accepter les « *sustainability-linked bonds* » (SLB) en garantie[670]. Les SLB sont des titres obligataires dont les caractéristiques financières (le coupon notamment), peuvent varier selon que l'émetteur du titre atteint ou non les objectifs environnementaux, sociaux ou

[669] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de Presse du 21 juillet 2022 : The Transmission Protection Instrument » [en ligne], 2022, [consulté le 1 novembre 2023].

[670] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de Presse du 22 septembre 2020 : ECB to accept sustainability-linked bonds as collateral » [en ligne], 2020, [consulté le 1 novembre 2023].

de gouvernance définis lors de l'émission[671]. L'Eurosystème a décidé d'accepter les titres porteurs de ce type de coupon mais de façon assez restreinte. En effet, seuls les SLB dont le coupon est lié à un objectif environnemental énoncé par la taxonomie européenne ou les objectifs de développement durable (ODD) des Nations unies relatifs aux changements climatiques ou la dégradation de l'environnement sont acceptés[672]. Les SLB avec des objectifs sociaux ou de gouvernances ne sont donc pas acceptés en garantie. Par une sorte de mimétisme, on pourrait par exemple imaginer que les agences évoquées ci-dessus, dont l'activité peut clairement être considérée comme ayant un impact positif sur la question climatique, voient leurs titres davantage achetés (exemple SNCF Réseau) que celles ayant une mission plus sociale (exemples AP-HP ou CADES). Encore une fois, cela nécessite d'assumer un choix politique aboutissant à une discrimination entre les émetteurs.

Quoiqu'il en soit, ce PSPP reformé devra, encore et toujours, viser d'abord et avant tout à l'objectif de stabilité des prix en respectant les principes évoqués et notamment le principe de proportionnalité. Néanmoins, ici aussi, s'agissant de corriger une mauvaise allocation des ressources par le marché impliquant *in fine* un contexte plus compliqué pour maintenir la stabilité des prix, il nous semble que l'Eurosystème serait compétent pour adapter les textes relatifs au PSPP dans un sens plus conforme à son mandat et à l'esprit des traités européens.

3- Un terrain juridiquement délicat

Le sujet est cependant sensible, car comme on l'a déjà évoqué les programmes d'achats mis en place par l'Eurosystème visant à l'achat de titres publics ont été contestés devant les tribunaux allemands et la CJUE sur le fondement du fait qu'ils

[671] SEBIRE Marc-Etienne et CHELLIAH Delany, « Développement durable des Sustainability-Linked Bonds », sur *CMS Francis Lefebvre* [en ligne], [consulté le 1 novembre 2023].

[672] BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « FAQ on sustainability-linked bonds », [en ligne] publié le 11 juillet 2021, [consulté le 1 novembre 2023].

constitueraient indirectement un financement monétaire des États membres[673]. Le programme OMT[674] a vu sa légalité discutée dans l'arrêt Gauweiler[675], tandis que le PSPP, lui, a été contesté dans l'arrêt Weiss[676]. Ces deux décisions de la Cour de Justice ont reconnu à la BCE un large pouvoir d'appréciation et n'ont pas conduit à une quelconque censure des décisions de la BCE.

Dans son arrêt Gauweiler, la CJUE pose en effet au point 68 que :

« En ce qui concerne le contrôle juridictionnel du respect de ces conditions, le SEBC étant appelé, lorsqu'il élabore et met en œuvre un programme d'opérations d'open market tel que celui annoncé dans le communiqué de presse, à procéder à des choix de nature technique et à effectuer des prévisions et des appréciations complexes, il y a lieu de lui reconnaître, dans ce cadre, un large pouvoir d'appréciation »[677].

Dans cette décision comme dans la décision Weiss, les juges avaient simplement borné le pouvoir du SEBC au respect du principe de proportionnalité comme évoqué dans la première partie. Ces deux décisions avaient été introduites devant le juge européen par des questions préjudicielles posées par la Cour constitutionnelle fédérale allemande. Dans le cadre de l'arrêt Weiss, la décision de la CJUE avait fait l'objet d'une très vive réaction de la part de la juridiction allemande. La Bundesverfassungsgericht allant jusqu'à « résister » à l'interprétation de la CJUE et à

673 CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 » ; CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 » ; BUNDESVERFASSUNGSGERICHT 2 Senat, « Bundesverfassungsgericht - Decisions - ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences », Bundesverfassungsgericht, 2020.

674 « Communiqué de presse de la Banque Centrale Européenne : Caractéristiques techniques des opérations monétaires sur titres », sur *European Central Bank* [en ligne], septembre 2012, [consulté le 8 juillet 2025].

675 CJUE, *op. cit.*

676 CJUE, *op. cit.*

677 CJUE, *op. cit.*

considérer le raisonnement comme « *ultra vires* »[678]. Cet exemple de « dissonance » dans le dialogue des juges illustre bien le caractère sensible de la question des programmes d'achats et en particulier leur composante publique.

Cette sensibilité n'est donc pas juridique, mais politiquement le sujet n'est pas consensuel, ce qui pourrait se traduire par un nouveau contentieux. Juridiquement, la jurisprudence disponible nous parait plutôt libérale vis-à-vis d'une évolution de ce programme d'achats pour intégrer la composante climatique. Le large pouvoir d'appréciation reconnu nous semble ouvrir la porte à cela, si et seulement si, *in fine* le PSPP verdi poursuit toujours l'objectif de stabilité des prix et les principes afférents. Cependant, on peut imaginer aussi qu'un ciblage vers plus de durabilité d'un programme d'achats qui n'est pas vert à l'origine aboutira à un verdissement trop lent et trop superficiel de l'outil, un peu à l'image de ce que l'on a pu observer pour le CSPP. Ce faisant, on peut considérer qu'il serait plus à propos de mettre en place un programme plus ambitieux vis-à-vis de son objectif climatique. C'est cette piste que l'on va évoquer dans le développement qui suit.

[678] BUNDESVERFASSUNGSGERICHT 2 Senat, « Bundesverfassungsgericht - Decisions - ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences », Bundesverfassungsgericht, 2020, [consulté le 28 mai 2021].

III- Vers un programme d'achats d'urgence climatique ou *Climate Emergency Purchase Program* (CEPP)?

Initialement pensés pour injecter de la liquidité sur les marchés avec l'espoir de lutter contre un taux d'inflation trop faible, les programmes d'achats ont abouti à l'injection de milliers de milliards d'euros sur le marché obligataire. Investies de façon non ciblée, ces sommes ont pour l'essentiel contribué à financer les politiques publiques et les entreprises privées sans conditionnalité vis-à-vis d'un engagement à lutter contre le dérèglement climatique. Certains investissements ont même facilité le financement d'entreprises très polluantes, contribuant à maintenir l'économie et les marchés dans une dépendance vis-à-vis des énergies fossiles. Aujourd'hui, avec le retour d'une inflation plus forte en Europe, la politique monétaire de l'Eurosystème s'est détournée de cet outil dit « non conventionnel » et à vocation inflationniste.

Pourtant, il ne faut pasenterrer trop vite les programmes d'achats. Il ne s'agit pas ici de discuter la pertinence macroéconomique de l'outil pour parvenir à relancer l'inflation ou même éviter la déflation, ce débat appartient aux économistes. Simplement, il convient de faire remarquer que le choc inédit qu'a connu le monde avec la crise de la Covid, qui, si on la prend dans sa perspective économique, a consisté en un choc sur l'offre et un choc sur la demande en même temps, conduisant à un recul inédit du PIB. Choc qui, en mars 2020, alors que l'Europe entière se confine, affole les marchés. Le 12 mars, le CAC perd 12%, et entre mi-février et mi-mars l'indice se sera enfoncé de 38%[679]. Face à cela, la principale réponse apportée par la BCE pour éviter un effondrement des économies européennes fut la création d'un nouveau programme d'achats : le PEPP. En mars, Christine Lagarde annonce la création du PEPP et le dote d'une enveloppe de 750 milliards d'euros, en juin 600 milliards sont ajoutés puis en décembre encore 500 milliards pour porter le montant des achats à 1850 milliards d'euros.

[679] BOUCHAUD Bastien, « 2020, l'année extraordinaire du CAC 40 », sur *Les Echos* [en ligne], publié le 31 décembre 2020 [consulté le 8 juillet 2025].

Or, le réchauffement climatique fait entrer l'humanité dans une ère inconnue. Un monde au climat déréglé est porteur d'une seule certitude, celle que l'ampleur des chocs et leurs régularités vont aller en s'accroissant. Il n'est donc pas impossible que l'Eurosystème ait à nouveau à mettre sur pied un programme d'urgence comme le PEPP pour lutter contre les effets macroéconomiques d'une crise comparable. Plus encore, le réchauffement climatique est en lui-même une crise qui appelle une action de l'Eurosystème. C'est pourquoi, il nous semble qu'une réponse serait la création d'un programme d'achats d'urgence climatique ou CEPP pour « *Climate Emergency Purchase Program* ».

Un tel programme pourrait prendre de nombreuses formes. Il pourrait ressembler à un PEPP auquel on ajouterait les mesures de ciblage des achats de titres privés et de titres publics par exemple. Cependant, et ce nous semble être une limite importante au verdissement de la politique monétaire et peut-être au verdissement de la finance en général, ce genre de ciblage n'a *in fine* qu'un effet sur la partie financiarisée de l'économie, c'est-à-dire celle qui passe par les marchés pour se financer. Avec pareille stratégie, l'action de l'Eurosystème ne permet pas véritablement de financer des projets qui autrement ne seraient pas financés. Les titres verts achetés sur les marchés par un programme de type « PEPP ciblé » sont des titres qui auraient trouvé preneur, avec un coupon majoré peut-être, mais qui auraient trouvé preneur. C'est en cela que l'impact d'un programme d'achats vert peut nous paraître limité. En effet, les titres qui ont été achetés dans les programmes APP et PEPP sont des titres qui, pour l'essentiel, ont été « sursouscrits » lors de leur émission, c'est à dire qu'il y avait plus de demande d'investissement que de titres achetables. D'autre part, l'Eurosystème intervient principalement sur le marché secondaire à un moment où le coupon, c'est à dire le prix de l'émission pour l'émetteur, a déjà été fixé. Donc l'injection de liquidité par la Banque centrale n'a un effet sur le taux d'intérêt que de façon assez indirecte. Ce n'est que par ricochet que, dans une recherche de rentabilité, une partie de la finance pourrait se détourner des entreprises présentes sur les marchés pour financer des acteurs qui ne s'y trouvent pas. En effet, un programme d'achats d'une ampleur suffisante pourrait faire baisser les rendements proposés par les titres

obligataires et ainsi pousser certains acteurs en recherche de rentabilité à financer des entités plus modestes non présentes sur les marchés.

Cependant, le rôle consistant à financer directement certains secteurs de l'économie et en particulier les secteurs qui ne trouvent sinon pas de financement, échoie traditionnellement aux banques de développement et non aux banques centrales. C'est pourquoi il nous semble qu'un verdissement plus prononcé des programmes d'achats devrait *a minima* passer par le rachat des obligations émises par ces institutions de sorte à leur assurer constamment un taux d'intérêt nul ou quasi nul. L'idée que le verdissement du volet souverain des programmes d'achats puisse passer par l'achat de ce type de titre est relativement consensuelle[680]. En novembre 2023, Franck Elderson, membre du directoire de la BCE, a aussi défendu l'idée que le verdissement des programmes d'achats publics pourrait passer par l'achat d'obligations émises par l'Union européenne elle-même[681].

---

[680] « Another possible approach is to purchase green bonds from development banks, green banks or similar public intermediaries – such as the European Investment Bank. These intermediaries could then finance lending for green infrastructure investments or green SME loans. Central banks might be more comfortable with this approach since the bonds would ultimately be underwritten by the state. Alternatively, in certain cases these public intermediaries could fund grants to support green public investment projects (in which case no private debt would be accumulated). » DE GRAUWE Paul, « Green Money Without inflation », Council on Economic Policies, 2019 LERVEN Frank van et RYAN-COLLINS Josh, « Central banks, climate change and the transition to a low-carbon economy », New Economics Foundation, [en ligne], 7 mars 2019, [consulté le 8 juillet 2025].

[« Une autre approche possible consiste à acheter des obligations vertes auprès de banques de développement, de banques vertes ou d'intermédiaires publics similaires, tels que la Banque européenne d'investissement. Ces intermédiaires pourraient alors financer des prêts pour des investissements dans des infrastructures vertes ou des prêts aux PME vertes. Les banques centrales pourraient être plus à l'aise avec cette approche puisque les obligations seraient en fin de compte souscrites par l'État. Par ailleurs, dans certains cas, ces intermédiaires publics pourraient financer des subventions pour soutenir des projets d'investissements publics verts (auquel cas aucune dette privée ne serait accumulée). »] (traduction libre)

[681] « In my view, when there is no clear monetary policy rationale for preferring domestic sovereign bonds, we should contemplate increasing the share of EU supranational bonds in our total bond holdings to avoid potential climate and nature-related risks and to better align our balance sheet with the general economic policies in the UE. Not only is this relevant for when we would need to consider new bond purchases. It is also relevant when we need to discuss the composition of any structural bond portfolio that we might maintain in the new steady state. » ELDERSON Frank, « Monetary policy in the climate and nature crises - preserving a "Stabilitätskultur", Speech at the Bertelsmann Stiftung », sur *European Central Bank* [en ligne], 22 novembre 2023, [consulté le 8 juillet 2025]. [« À mon avis, lorsqu'il n'y a pas de raison claire de politique monétaire pour préférer les obligations souveraines nationales, nous devrions envisager d'augmenter la part des obligations supranationales de l'UE dans nos avoirs obligataires totaux afin d'éviter les risques potentiels liés au climat et à la nature et de mieux aligner

Une réflexion intéressante sur l'impact de ce qu'on appelle l'investissement durable ou « *sustainable investing* » a été menée par Julian Kölbel et Florian Heeb. Ils définissent « l'impact des investisseurs » comme le changement que les activités des investisseurs provoquent dans l'impact qu'a elle-même l'entreprise, et précisent que « l'impact de l'entreprise » doit être compris comme le changement que les activités de l'entreprise génèrent dans les paramètres sociaux et environnementaux[682]. Autrement dit, l'impact des investissements durables se mesure au regard des changements qu'ils provoquent dans les aspects sociaux et environnementaux des entreprises objet de l'investissement. Finance for Tomorrow définit la finance à impact comme « une stratégie d'investissement de financement qui vise à accélérer la transformation juste et durable de l'économie réelle, en apportant une preuve de ses effets bénéfiques. Elle fait appel à trois principes piliers de la démarche, l'intentionnalité, l'additionnalité et la mesure de l'impact »[683].

Noémie le Pleuvedic explique que la finance à impact « est une stratégie d'investissement et de financement qui s'est construite en réaction aux stratégies présentes dans le cadre de la finance durable et climatique. En effet, la finance durable et climatique a notamment recours à la stratégie d'exclusion consistant à écarter de son portefeuille les entreprises dont X% du chiffre d'affaires dépend par exemple du charbon »[684]. Stratégie qui est largement remise en cause car elle aboutit à exclure un

notre bilan sur les politiques économiques générales de l'UE. Cela ne concerne pas seulement le moment où nous devrions envisager de nouveaux achats d'obligations. C'est également important lorsque nous devons discuter de la composition d'un portefeuille d'obligations structurelles que nous pourrions maintenir dans le nouveau régime permanent. »] (traduction libre)

[682] « We define investor impact as the change that investor activities achieve in company impact, and company impact as the change that company activities achieve in social and environmental parameters. » KÖLBEL Julian F., HEEB Florian, PAETZOLD Falko *et al.*, « Can Sustainable Investing Save the World? », *Organization & Environment*, 33, SAGE Publications Inc, 2020, p. 555. [« Nous définissons l'impact de l'investisseur comme le changement que les activités de l'investisseur apportent à l'impact de l'entreprise, et l'impact de l'entreprise comme le changement que les activités de l'entreprise apportent aux paramètres sociaux et environnementaux. »] (traduction libre)

[683] FINANCE FOR TOMORROW, « Définition de la finance à impact », 2021, p. 4.

[684] LE PLEUVEDIC Noémie, « La finance à impact : Un nouveau risque juridique », in *Les risques climatiques à l'épreuve du droit*, Mare & Martin, 2023, p. 270.

nombre très restreint d'acteurs et le Pleuvedic ajoute que « la stratégie d'exclusion permet aux acteurs financiers de se dédouaner de leur implication dans la participation au changement climatique. Toutefois, cela ne permet pas de réduire de manière effective la pollution engendrée. C'est en réaction à ce type d'approche qu'une stratégie entraînant une conséquence sur les acteurs et produits financiers s'est développée et donc dans le but de répondre à un problème systémique. La finance à impact poursuit donc un but extrafinancier tout en s'inscrivant en rupture avec les stratégies d'investissement ou de financement utilisées par la finance non traditionnelle »[685].

Pour Kölbel et Heeb, les investisseurs recherchant un impact peuvent recourir à trois leviers. D'abord l'engagement actionnarial dans l'ensemble de leur portefeuille. Ensuite, l'allocation du capital aux entreprises durables dont la croissance est limitée par les conditions de financement externe. C'est ce qui permettrait de contourner l'écueil de la « sursouscription » évoqué ci-dessus puisqu'il s'agit de viser les entreprises de taille plus modeste opérant sur des marchés financiers moins développés. Enfin, par l'exclusion des entreprises en raison de l'absence de pratiques environnementales, sociales et de gouvernance spécifiques.

Pour les auteurs, l'engagement actionnarial est le mécanisme le plus fiable pour les investisseurs en quête d'impact. Cependant, l'Eurosystème dans une démarche de neutralité sur le marché s'abstient traditionnellement de voter en assemblée générale et veille à ne pas détenir trop de titres d'une même entreprise de sorte à ne pas posséder de minorité de blocage. Peut-être que l'impératif que nous impose le réchauffement climatique devrait pousser l'Eurosystème à revenir sur cette doctrine de la neutralité de marché. Ensuite, Kölbel et Heed expliquent que l'impact de l'allocation du capital est moins fiable en raison d'un manque d'étude sur le sujet. Il n'en demeure pas moins qu'à ce jour pour l'Eurosystème cette option est la plus prometteuse puisqu'il semble

[685] *Ibid.*

que les mécanismes d'exclusion, n'ont apparemment reçu que peu de retours probants dans la littérature[686].

Quoiqu'il en soit, le verdissement des programmes d'achats ou la mise en œuvre d'un programme d'achats verts de type CEPP doit se poser la question de son impact réel sur l'économie. L'Eurosystème doit s'interroger sur comment chaque euro investi par ce biais peut aller là où les besoins de financement sont les plus forts pour opérer la transition économique et énergétique nécessaire à la lutte contre le réchauffement climatique. Pour ce faire, il ne semble pas que la voie juridique soit si étroite que cela. D'abord comme on l'a vu ci-dessus, la Cour de Justice reconnait à l'Eurosystème un large pouvoir d'appréciation dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Par ailleurs, en matière de programme d'achats, dans l'arrêt Gauweiler, la CJUE a posé au point 55 que :

> *« En ce qui concerne le caractère sélectif du programme annoncé dans le communiqué de presse, il convient de rappeler que ce programme a pour objet de remédier aux perturbations du mécanisme de transmission de la politique monétaire générées par la situation spécifique des obligations souveraines émises par certains États membres. Dans ces conditions, le seul fait que ledit programme se limite spécifiquement à ces obligations souveraines n'est donc pas de nature à impliquer, en tant que tel, que les instruments que le SEBC*

[686] « We distinguish shareholder engagement, capital allocation, and indirect impacts as the three principal mechanisms of investor impact. (…) Shareholder engagement emerges as the most reliable mechanism for investors seeking impact, in the sense that it has been clearly demonstrated empirically. The impact of capital allocation is less reliable, since different parts of the mechanism have been studied empirically, but not yet in combination. Indirect impact mechanisms, which include stigmatization, endorsement, benchmarking, and demonstration, have hardly any empirical support in the literature so far. » KÖLBEL Julian F., HEEB Florian, PAETZOLD Falko *et al.*, « Can Sustainable Investing Save the World? », *Organization & Environment*, 33, SAGE Publications Inc, 2020, p. 555. [« Nous distinguons l'engagement des actionnaires, l'allocation du capital et les impacts indirects comme les trois principaux mécanismes de l'impact de l'investisseur. (…) L'engagement des actionnaires apparaît comme le mécanisme le plus fiable pour les investisseurs en quête d'impact, en ce sens qu'il a été clairement démontré empiriquement. L'impact de l'allocation des capitaux est moins fiable, car différents éléments du mécanisme ont été étudiés de manière empirique, mais pas encore de manière combinée. Les mécanismes d'impact indirect, qui comprennent la stigmatisation, l'approbation, l'étalonnage et la démonstration, n'ont pratiquement aucun soutien empirique dans la littérature jusqu'à présent. »] (traduction libre)

utilise ne relèvent pas de la politique monétaire. Par ailleurs, aucune disposition du traité FUE n'impose au SEBC d'intervenir sur les marchés de capitaux par des mesures générales qui s'appliqueraient nécessairement à l'ensemble des États de la zone euro »[687].

Les juges expriment ainsi qu'ils ne voient rien à redire à des programmes d'achats possiblement discriminants, ce qui nous laisse penser que la jurisprudence a ouvert la porte à des programmes d'achats opérants une distinction entre titres durables et titres carbonés. Dans ce même arrêt, les juges européens reconnaissent aussi la nécessité que les programmes d'achats produisent un effet sur les marchés secondaires et indirectement sur les marchés primaires de la dette :

« Certes, malgré ces garanties, l'intervention du SEBC demeure de nature à avoir, comme le relève la juridiction de renvoi, une certaine influence sur le fonctionnement des marchés primaires et secondaires de la dette souveraine. Néanmoins, cette circonstance n'est pas décisive puisque cette influence constitue, comme l'a relevé M. l'avocat général au point 259 de ses conclusions, un effet inhérent aux acquisitions sur les marchés secondaires autorisées par le traité FUE, effet au demeurant indispensable pour permettre l'utilisation efficace de ces acquisitions dans le cadre de la politique monétaire »[688].

Plus encore, il nous semble qu'avec un raisonnement *a contrario*, on pourrait voir ici une injonction à la production d'un effet sur les marchés. On pourrait même penser qu'une mesure d'envergure trop modeste pour parvenir à ses fins se verrait reprocher par les juges de manquer à cette injonction et d'être contraire au principe de proportionnalité en étant « sous-proportionnée ».

[687] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».

[688] *Ibid.* point 108.

L'arrêt Weiss a été l'occasion pour les juges européens de préciser qu'« il convient de rappeler qu'une mesure de politique monétaire ne peut être assimilée à une mesure de politique économique en raison du seul fait qu'elle est susceptible de produire des effets indirects pouvant également être recherchés dans le cadre de la politique économique »[689]. On ne peut donc reprocher à l'Eurosystème de poursuivre un objectif de lutte contre le réchauffement climatique si la mesure vise bien en premier lieu à parvenir à la stabilité des prix et qu'elle est proportionnée. Dans ce sens, Chiara Zilioli et Michael Ioannidis expliquent que la BCE doit d'abord choisir des politiques qui contribuent au maintien de la stabilité des prix et que si un *tilting* du CSPP était jugé nécessaire pour soutenir les politiques de l'Union en faveur de l'établissement d'une économie à faibles émissions de gaz à effet de serre, cela ne pourrait se faire au préjudice de la stabilité des prix. Par exemple, le *tilting* des achats ne peut aller jusqu'à ce que les nouveaux critères d'éligibilités conduisent à une réduction des obligations d'entreprises éligibles à l'achat en dessous de ce qui est nécessaire pour promouvoir l'objectif de stabilité des prix. Ils rappellent ce faisant que lorsque la BCE a le choix entre plusieurs options qui contribuent de manière égale au maintien de la stabilité des prix, mais que l'une d'entre elles apporte un soutien plus efficace aux politiques économiques générales de l' Union, elle doit préférer cette dernière, en supposant que tous les autres facteurs pertinents sont égaux[690].

La combinaison de la faible inflation persistante qu'a connu l'Europe suite à la crise des *subprimes* en 2008 et de la crise des dettes souveraines dans le sillage de la crise grecque a conduit le SEBC à mettre en œuvre des programmes d'achats d'actifs pour éviter que l'UE ne s'enfonce dans la déflation et que la zone euro n'éclate. *In fine*,

---

[689] CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 » point 61.

[690] « When the ECB has a choice between a number of policy options that contribute equally to the maintenance of price stability, but one of these provides more effective support for the general economic policies in the Union, it must prefer the latter, assuming all other relevant factors are equal.» ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 374. [« Lorsque la BCE a le choix entre plusieurs options de politique économique qui contribuent de manière égale au maintien de la stabilité des prix, mais que l'une d'entre elles soutient plus efficacement les politiques économiques générales dans l'Union, elle doit préférer cette dernière, en supposant que tous les autres facteurs pertinents sont égaux". »] (traduction libre)

via les quatre programmes d'achats constituant l'APP et le PEPP, l'Eurosystème a procédé à des achats d'actifs pour près de 5100 milliards d'euros en près de 10 ans. Ce « bazooka monétaire », pour reprendre une expression fréquemment utilisée dans la presse, a été controversé dès son origine et s'est révélé très critiquable à bien des égards, notamment sous l'angle climatique. Sur cet aspect au moins l'Eurosystème n'est pas resté sourd aux critiques en opérant un *tilting* du CSPP. Ce ciblage des achats visant à pondérer les acquisitions de titres en fonction du profil climatique de l'émetteur s'est révélé sans doute trop modeste. Pourtant, l'intention est encourageante et il nous semble que l'Eurosystème devrait, *a minima*, s'engager dans une gestion active du reliquat de titres détenus dans les portefeuilles de ses programmes, de sorte à verdir ce qu'il reste d'obligations. Plus encore, bien que la pression inflationniste complique conjoncturellement cela, il semble que la mise en place d'un programme d'achats dédié au financement de la lutte contre le réchauffement climatique soit une solution plus ambitieuse. Ce programme devrait travailler à intégrer la question de l'impact réel des euros investis par son biais. Juridiquement, il semble qu'il existe un chemin pour ce faire en rappelant notamment les effets sur la stabilité des prix que charrie le réchauffement climatique et donc la nécessité pour une banque centrale de s'inscrire dans la lutte contre ce processus.

Section II- Le verdissement des outils de refinancement

On a vu que les crises de 2008 et 2011 ont poussé l'Eurosystème à développer des outils de politique monétaire inédits que l'on appelle familièrement des outils de politique monétaire non conventionnelle. Parmi ces outils, il y a les programmes d'achats que l'on vient d'évoquer, mais il y a aussi les outils de refinancement qui progressivement se sont éloignés des traditionnelles opérations d'*open market* visant à octroyer un prêt aux banques commerciales à court terme qu'on dénomme « opérations principales de refinancement », ou MRO pour *Main Refinancing Operations*[691].

En effet, lorsque les taux directeurs ont atteint leur plancher à 0%, constatant les difficultés de la transmission monétaire, l'Eurosystème a dû se résoudre à innover pour éviter la déflation. Pour ce faire, l'Eurosystème a proposé des assouplissements dans son offre de refinancement en allongeant la durée de ses opérations principales de refinancement pour les faire passer d'une semaine à trois mois, puis six mois et même un an. En 2011 et 2012, sous l'impulsion de Mario Draghi, l'Eurosystème va lancer un programme de prêt aux banques à plus long terme encore, allant jusqu'à 3 ans. Ces deux opérations de refinancement de long terme ou LTRO pour *Longer-Term Refinancing Operations* avaient donc une échéance à trois ans, remboursables par anticipation, à taux révisable et dont les montants étaient illimités. Le premier LTRO a connu des souscriptions à hauteur de 489 milliards d'euros et le second à hauteur de 529 milliards.[692]

Dietsche, Claveau et Fontan expliquent qu'entre l'injection de liquidité par une banque centrale et son effet escompté sur l'économie, il peut y avoir un écart important. Ils avancent que même des banques en difficulté de trésorerie peuvent choisir de refuser la liquidité offerte par la banque centrale pour éviter d'envoyer un signal de faiblesse à leurs concurrents. C'est pourquoi « afin de relever le défi que pose cette stigmatisation, les banques centrales soulignent la nature systémique de leurs

[691] « Les opérations d'open market », sur *Banque de France* [en ligne], publié le 6 octobre 2016, [consulté le 6 avril 2022].

[692] Jean Jouzel & Pierre Larrouturou, *Pour éviter le chaos climatique et financier*, Odile Jacob, Décembre 2017, p. 391

programmes et offrent la liquidité à des conditions qui peuvent difficilement être refusées par les banques commerciales[693]. » C'est précisément à cette fin qu'étaient destinées les LTRO, opérations qui ont procuré près de mille milliards d'euros de liquidités, soit 9% du PIB de la zone euro, aux banques commerciales à taux fixe de 1%.

Puis, à partir de 2014, l'Eurosystème va s'engager dans des opérations ciblées de refinancement de long terme ou TLTRO pour « *Targeted Longer-term Refinancing Operations* ». Pour ces opérations, la principale différence avec les LTRO résidait dans le fait que le taux d'intérêt *in fine* appliqué dépendait des montants qui étaient effectivement prêtés aux entreprises et aux ménages par les banques. Selon la Banque de France, ces opérations ciblées « visent toutes à stimuler l'octroi de crédits aux acteurs économiques (prêts aux ménages hors prêts immobiliers et prêts aux entreprises non financières). »[694]

En 2014, est donc lancée TLTRO I dont la maturité est de quatre ans et qui s'est étalée sur 8 fenêtres de prêts ouvertes successivement jusqu'en 2016 et à l'issue de laquelle 824 milliards d'euros ont été octroyés à un taux de 0,05% en moyenne. Puis, entre juin 2016 et mars 2017, quatre autres nouvelles fenêtres ont été ouvertes conduisant à l'octroi de 324 milliards d'euros de prêts à un taux compris entre 0 et 0,30%. On a évoqué alors TLTRO II, portant le montant total prêté à 1172 milliards d'euros. En mars 2019, la BCE a lancé une troisième série d'opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO III) sur le même principe que les précédentes, mais avec une maturité de deux ans. Notons au passage que la BCE n'a pas été la seule à mettre en place ce type de programme, la Banque d'Angleterre avec son *Funding for lending* puis son *Term Funding Scheme* (TFS) et la Banque du Japon avec le programme de prêt ciblés ont mis en œuvre des outils comparables.

[693] DIETSCH Peter, CLAVEAU François, FONTAN Clément *et al.*, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts ?*, [s. n.], 2019, p. 65.

[694] BANQUE DE FRANCE, « Les programmes d'achats d'actifs », [en ligne], publié le 8 avril 2025, [consulté le 14 avril 2025]

Salvatore Perdichizzi explique que ces vagues successives de TLTRO avaient pour objectif d'injecter des liquidités dans le secteur bancaire en échange de la promesse des bénéficiaires d'améliorer l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises. Par conséquent, cette injection de liquidités était censée rétablir le développement économique de la zone euro par le biais du canal du crédit[695]. Il indique que plusieurs études ont constaté que les TLTRO ont bien eu un impact expansionniste sur les prêts et une réduction des taux d'intérêt, mais que cela peut avoir un effet négatif sur les incitations à la prise de risques. Eric Monnet ajoute qu'à l'origine les LTRO et TLTRO s'expliquent aussi par le fait que malgré l'assouplissement de politique monétaire avec les achats de titres par exemple, les banques commerciales ne baissaient pas suffisamment leur taux d'intérêt pour prêter aux ménages. Les banques centrales ont donc proposé une sécurité de financement pour une période plus longue qu'habituellement et à un taux faible[696].

Monnet explique qu'ensuite les banques centrales se sont décidées « à rompre un autre tabou : celui du prêt sous conditions d'emploi »[697]. Pour les banques centrales, l'objectif étant, ce faisant, d'éviter que les banques commerciales n'utilisent les facilités de financement ainsi proposées pour n'accorder que des prêts immobiliers sans financer les PME. C'est ainsi que l'on est passé du LTRO au TLTRO puisque le caractère « ciblé » des prêts signifie que les banques commerciales s'engagent à ce que l'argent emprunté à la banque centrale finance des activités définies par cette même banque centrale.

---

[695] « The goal of the TLTROs was to inject liquidity into the banking sector under the promise by the beneficiaries that they would improve credit supply to households and businesses. Therefore, this liquidity injection was supposed to restore economic development in the Eurozone through the lending channel. » PERDICHIZZI Salvatore, DUQI Andi, MOLYNEUX Philip *et al.*, « Does unconventional monetary policy boost local economic development? », *Journal of Banking & Finance*, 148, 2023, p. 1. [« L'objectif des TLTRO était d'injecter des liquidités dans le secteur bancaire en promettant aux bénéficiaires d'améliorer l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises. Par conséquent, cette injection de liquidités était censée rétablir le développement économique dans la zone euro par le biais du canal du crédit. »] (traduction libre)

[696] MONNET Eric, *La Banque-providence*, Seuil et La République des Idées, 2021, p. 60.

[697] *Ibid.*

Pour Jens van't Klooster, les TLTRO sont l'instrument de la BCE ayant l'impact économique réel le plus direct. Pour lui, les autres instruments, comme les programmes d'achats d'actifs, se concentrent sur le prix du crédit à court terme ou sur la quantité de liquidité dans le système financier, alors que les TLTRO cherchent à encourager les prêts non hypothécaires à l'économie réelle[698].

Nous verrons ici que dans la perspective d'orienter les marchés financiers vers les secteurs moins émetteurs de CO2 et les dissuader de financer les secteurs les plus carbonés, cet outil de politique monétaire non conventionnelle est très pertinent. En effet, les TLTRO sont dits « *targeted* » ou « ciblés », car le taux finalement appliqué aux prêts est variable et dépendra de l'usage qui a été fait de l'argent. Il serait donc possible, théoriquement, d'appliquer un taux plus faible lorsque les fonds sont alloués à une activité durable ou verte. La définition de ce qui est vert ou durable pouvant reposer, en partie au moins, sur ce que la Commission a défini comme étant vert dans sa taxonomie. Nous pourrions aussi réfléchir à la mise en place d'un TLTRO « brun » pour pénaliser les actifs carbonés. Ainsi, le taux d'intérêt serait plus élevé lorsque les fonds servent *in fine* au financement d'actifs polluants. Nous commencerons par étudier les pistes possibles pour verdir les opérations de refinancement (I) avant de nous pencher sur le cadre juridique qui règlemente ces opérations et voir s'il permettrait pareil verdissement (II).

[698] « Arguably, TLTROs are the ECB instrument with the most direct real economic impact. Where other instruments focus on the price of short-term credit or the quantity in the financial system, as with asset purchase programmes, TLTROs seek to incentivize non-mortgage lending to the real economy. » VAN'T KLOOSTER Jens et VAN TILBURG Rens, « Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs », Positive Money, 2020, p. 8. [« Les TLTRO sont sans doute l'instrument de la BCE qui a l'impact le plus direct sur l'économie réelle. Alors que d'autres instruments se concentrent sur le prix du crédit à court terme ou la quantité dans le système financier, comme les programmes d'achat d'actifs, les TLTRO cherchent à encourager les prêts non hypothécaires à l'économie réelle. »] (traduction libre)

I- Quelques pistes pour verdir les outils de refinancement non conventionnels

Bien qu'assez peu étudié par les économistes comparativement au verdissement des programmes d'achats et même au verdissement du collatéral, le verdissement des opérations de refinancement nous parait être l'un des outils les plus porteurs à disposition des banques centrales pour peser dans le processus de transition énergétique. En effet, les opérations de refinancement présentent l'avantage d'avoir les banques commerciales comme contrepartie. Or, on a répété que ces dernières avaient à ce jour des pratiques de financement complètement déconnectées des enjeux climatiques. Influer sur ces dernières pourrait permettre d'éviter ces financements non-durables. Surtout, van't Klooster et van Tilburg font remarquer que les banques sont particulièrement bien placées pour financer la transition dans la mesure où un grand nombre des investissements nécessaires sont relativement modestes, à l'instar des prêts pour la rénovation thermique. Ils ajoutent que les banques sont des intermédiaires fondamentaux du secteur de la construction et de l'immobilier qui est un secteur à forte intensité énergétique puisqu'il représente 40 % de la consommation d'énergie de l'UE et 36 % des émissions de carbone. Ce faisant, les capacités de filtrage du crédit des banques européennes pourraient faire progresser ce qu'ils appellent « l'écologisation » du logement, de l'industrie manufacturière et d'autres secteurs à forte intensité énergétique[699].

Aujourd'hui, la question environnementale n'est pas, ou a minima pas assez, prise en compte par les banques. Par conséquent, les prêts octroyés par ces dernières sont dans

[699] « Banks are uniquely well-placed to finance the energy transition, since many of the investments that are needed are relatively small, such as the case for retrofitting houses and capital investments of SMEs. Banks are also particularly important for the energy-intensive sector of construction and real estate, which accounts for 40% of EU energy consumption and 36% of carbon emissions (TEG 2020b, 367). European banks' credit screening capacities could drive forward the greening of housing, manufacturing and other energy-intensive sectors. » *Ibid.*, p. 9. [« Les banques sont particulièrement bien placées pour financer la transition énergétique, étant donné que de nombreux investissements nécessaires sont relativement modestes, comme c'est le cas pour la rénovation des maisons et les investissements en capital des PME. Les banques sont également particulièrement importantes pour le secteur à forte intensité énergétique de la construction et de l'immobilier, qui représente 40 % de la consommation d'énergie de l'UE et 36 % des émissions de carbone (…). Les capacités de sélection des crédits des banques européennes pourraient favoriser l'écologisation du logement, de l'industrie manufacturière et d'autres secteurs à forte consommation d'énergie. »] (traduction libre)

leur immense majorité non durables, ce qui place les banques dans une situation très à risque vis-à-vis des trois risques évoqués par Marc Carney. Le risque physique en se matérialisant est de nature à impacter la solvabilité de nombreux créanciers des banques. Tout comme le risque de transition, à ceci près que ce dernier pourrait directement toucher les banques si demain la réglementation venait interdire tel ou tel financement. Enfin, le risque de contentieux climatique est déjà en train de se matérialiser avec le procès de la BNP[700].

Avec les TLTRO tels qu'ils ont été mis en place, les banques commerciales sont incitées à intensifier leurs prêts à l'économie, donc à augmenter leur volume de prêt non durable puisque cette dernière demeure pour l'essentiel trop carbonée. Van't Klooster et van Tilburg soulignent qu'en fournissant des financements bon marché sans appliquer aucun critère environnemental, la BCE accélère un ensemble de pratiques de marché qui peuvent être non durables et contribue à ce qu'on appelle « le verrouillage du carbone » ou « *carbon lock-in* »[701].

On a vu que l'ensemble des outils de politique monétaire non conventionnels avait pour objectif de faire remonter l'inflation pour parvenir à l'objectif de 2% d'inflation et donc à la stabilité des prix. Van't Klooster et van Tilburg font remarquer que si la baisse des taux d'intérêt de ces opérations de refinancement pour stimuler l'octroi de prêts contribue à financer les activités les plus émettrices de carbone, la stabilité des prix qui est atteinte est de courte durée[702].

---

[700] HEILMANN Marion, « Climat : BNP Paribas assigné en justice au titre de la loi sur le devoir de vigilance » [en ligne], *Les Echos*, 23 février 2023, [consulté le 5 mars 2023].

[701] « With TLTROs, banks are enticed to ramp up their unsustainable lending practices. By providing cheap funding without applying any environmental criteria, the ECB accelerates a set of market practices that may be unsustainable; fund carbon lock-in and keep funding rates too low for unsustainable business models. Another approach is possible, that gives preferential interest rates for green lending, hence the Green TLTRO. » VAN'T KLOOSTER Jens et VAN TILBURG Rens, *op. cit.*, p. 9. [« Avec les TLTRO, les banques sont incitées à intensifier leurs pratiques de prêt non durables. En fournissant un financement bon marché sans appliquer de critères environnementaux, la BCE accélère un ensemble de pratiques de marché qui peuvent être non durables ; financer le blocage du carbone et maintenir des taux de financement trop bas pour des modèles d'entreprise non durables. Une autre approche est possible, qui consiste à accorder des taux d'intérêt préférentiels pour les prêts verts, d'où le TLTRO vert. »] (traduction libre)

[702] « To achieve its inflation target, the ECB may lower the interest rates on its refinancing operations to stimulate additional lending. If this goes to unsustainable economic activities, however, the stability that it provides is short-lived. (…) The absence of adequate private-sector green investment leads to an

Pour sortir de cet engrenage mortifère, il nous semble que le verdissement des opérations de refinancement est une nécessité. On évoquera ci-dessous le verdissement des opérations de refinancement dans un contexte de faible inflation, ce qui conduirait à un verdissement des opérations de refinancement (A). Puis, on évoquera les possibilités de verdissement des opérations de refinancement en période d'inflation forte (B).

A) Le verdissement des opérations de refinancement

McConnel, Yanovski et Lessmann expliquent que l'on pourrait imaginer des opérations de refinancement ciblées vertes ou *Green Targeted Refinancing Operations* (GTRO). Celles-ci pourraient utiliser trois leviers d'incitation pour orienter les flux financiers vers les activités durables : des taux différents pour les prêts verts et bruns, des quotas ou ratios de prêts bruns avec des pénalités, des quotas de prêts verts avec des récompenses. En différenciant le taux appliqué aux opérations de refinancement vertes de celui des opérations brunes, l'idée est de pousser les banques commerciales à augmenter le coût de financement des investissements bruns par rapport aux opérations vertes[703]. Ce qui conduit à devoir opérationnellement être en mesure de

allocation of capital that hinders long-term price stability. Credit to fund carbon-intensive energy production and energy-inefficient capital investments may boost the economy in the short-term, but will only contribute to future shocks to the economy when these investments lose their value. Extreme weather events can damage the economy's productive capacity, which left unchecked creates inflationary pressure. » *Ibid.*, p. 11. [« Pour atteindre son objectif d'inflation, la BCE peut abaisser les taux d'intérêt de ses opérations de refinancement afin de stimuler l'octroi de prêts supplémentaires. Toutefois, si ces prêts sont accordés à des activités économiques non durables, la stabilité qu'ils procurent est de courte durée. (...) L'absence d'investissements verts adéquats dans le secteur privé conduit à une allocation des capitaux qui entrave la stabilité des prix à long terme. Les crédits destinés à financer la production d'énergie à forte intensité de carbone et les investissements à faible rendement énergétique peuvent stimuler l'économie à court terme, mais ils ne feront que contribuer aux chocs futurs de l'économie lorsque ces investissements perdront leur valeur. Les phénomènes météorologiques extrêmes peuvent nuire à la capacité de production de l'économie, ce qui, si l'on n'y prend garde, crée des pressions inflationnistes. »] (traduction libre)

[703] « Using differential rates between green and brown refinancing operations allows central banks to increase the financing cost of brown investment over the neutral refinancing operation. However this creates the complication of determining how to differentiate between brown and neutral loans based on carbon intensity. » MCCONNELL Andrew, YANOVSKI Boyan et LESSMANN Kai, « Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation », Social Science Research Network, 2020, p. 7. [« L'utilisation de taux différentiels entre les opérations de refinancement vertes et brunes permet aux

déterminer l'intensité carbone d'un prêt pour différencier les prêts bruns des prêts verts. L'arsenal législatif sur la question s'étant considérablement développé ces dernières années avec l'arrivée de la taxonomie européenne, ainsi que des textes visant à plus de transparence des acteurs économiques sur leurs impacts environnementaux, la mise en place d'une méthodologie robuste pour ce faire ne paraît pas impossible.

Pour van't Klooster et van Tilburg, la taxonomie européenne est le principal outil sur lequel le verdissement des TLTRO doit se construire puisqu'il s'agit d'une réglementation qui permet aux investisseurs et aux entreprises de rendre compte de l'impact environnemental de leurs activités[704]. Pour eux aussi des TLTRO vertes sont des opérations de refinancement où le taux d'intérêt que les banques paient est déterminé par le volume des prêts conformes à la taxonomie émis par la banque.

Pour rappel, pour être conforme à la Taxonomie, une activité doit contribuer à l'un des six objectifs suivants : (i) atténuation du changement climatique, (ii) adaptation au changement climatique, (iii) utilisation durable et protection des ressources en eau et des ressources marines, (iv) transition vers une économie circulaire, (v) prévention et contrôle de la pollution ; (vi) protection et restauration de la biodiversité et des écosystèmes. En outre, ils ne doivent pas nuire de manière significative aux cinq autres et respecter des garanties minimales telles que les principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales et les principes directeurs des Nations unies relatifs aux entreprises et aux droits de l'Homme[705].

---

banques centrales d'augmenter le coût de financement des investissements bruns par rapport aux opérations de refinancement neutres. Cependant, cela complique la tâche de déterminer comment différencier les prêts bruns et neutres sur la base de l'intensité carbone. »] (traduction libre)

[704] « The key input into the design of the Green TLTRO programme is the European Commission's EU Green Taxonomy Regulation, which is a comprehensive set of guidelines that allows investors and companies to report on the environmental impact of their activities. » VAN'T KLOOSTER Jens et VAN TILBURG Rens, *op. cit.*, p. 15. [« Le principal support à la conception du programme TLTRO verte est le règlement de la Commission européenne sur la taxonomie verte, qui est un ensemble complet de lignes directrices permettant aux investisseurs et aux entreprises de rendre compte de l'impact de leurs activités sur l'environnement. »] (traduction libre)

[705] « Règlement (UE) 2020/852 du Parlement Européen et du Conseil du 18 juin 2020 sur l'établissement d'un cadre visant à favoriser les investissements durables et modifiant le règlement (UE) 2019/2088 », 2020.

McConnel et ses coauteurs estiment que l'ajout de récompenses ou de pénalités aux quotas de prêts atteints dans un délai de référence peut ajouter une autre couche d'incitation pour les institutions qui recherchent le crédit de la banque centrale.[706] L'idée étant *in fine* que les banques qui respectent les quotas bénéficient d'un taux de financement préférentiel.

Florian Böser et Chiara Colesanti Senni développent l'idée d'une politique monétaire incluant les enjeux climatiques dans laquelle la banque centrale utilise des taux d'intérêt différenciés dans ses opérations de refinancement, qui dépendent de l'exposition au risque climatique des actifs de chaque banque. Pour eux aussi des « TLTRO vertes » permettraient aux banques centrales de fournir des liquidités à long terme, tout en incitant les banques commerciales à octroyer des financements plus favorables aux activités vertes. Böser et Colesanti Senni proposent que le prix des liquidités empruntées à la banque centrale soit fixé en fonction de l'exposition de chaque banque au risque climatique, qui lui-même dépend *in fine* de la composition de son portefeuille de prêts. Ils appellent ces apports de liquidités par la banque centrale des « opérations de refinancement ajustées au risque climatique » ou « *climate risk-adjusted refinancing operations* »[707].

En 2021, la Banque Populaire de Chine et la Banque du Japon ont mis en place des facilités de refinancement vertes. Dans un cas comme dans l'autre, le droit de tirage offert aux banques commerciales dépend du montant des prêts « verts » qu'elle a

[706] « Applying rewards or penalties to loan quotas achieved within a reference time can add another layer of incentive for institutions seeking central bank credit. (…) Conversely, a reward system could be employed in which banks that meet the quotas receive a preferential financing rate. » MCCONNELL Andrew, YANOVSKI Boyan et LESSMANN Kai, « Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation », Social Science Research Network, 2020, p. 7. [« L'application de récompenses ou de pénalités aux quotas de prêts atteints dans un délai de référence peut ajouter un autre niveau d'incitation pour les institutions cherchant à obtenir un crédit de la banque centrale. (...) Inversement, un système de récompense pourrait être utilisé dans lequel les banques qui atteignent les quotas reçoivent un taux de financement préférentiel. »] (traduction libre)

[707] BÖSER Florian et COLESANTI SENNI Chiara, « CAROs: Climate Risk-Adjusted Refinancing Operations », Swiss Federal Institute of Technology, 2021.

accordé, mais les taux d'intérêt n'en dépendent pas. Cela dit, les taux *in fine* pratiqués sont faibles et demeurent ainsi attractifs.

La facilité de refinancement mise en place par la Banque du Japon est accessible aux banques commerciales proposant de déposer en garantie des sommes versées des actifs verts (prêts verts, obligations vertes, obligations durables, *sustainability-linked loans*, SLB etc.). L'identification des actifs verts est à la charge des banques commerciales qui doivent mettre en place leurs propres méthodologies en se conformant aux normes internationales et aux orientations du gouvernement japonais[708].

En Chine, ce sont deux facilités qui ont été mises en place et qui sont ouvertes en fonction du secteur *in fine* financé comme les énergies décarbonnées, la conservation de l'énergie et la protection de l'environnement par exemple. L'identification des créances pouvant rentrer dans l'une de ces catégories repose aussi sur les banques commerciales qui doivent publier chaque trimestre un rapport d'audit sur les secteurs qu'elles soutiennent et les résultats de leurs prêts[709].

B) Le verdissement des opérations de refinancement dans un contexte de hausse des taux d'intérêt

Le retour de l'inflation qui a frappé la zone euro dans la période post-covid invite d'autant plus à s'interroger sur la mise en place d'un taux d'intérêt différent selon la durabilité des opérations que pour faire face à cela, l'Eurosystème a augmenté ses taux directeurs plus rapidement que jamais. En augmentant ses taux directeurs, et donc en accroissant le coût du crédit, l'Eurosystème a renchéri le coût du financement de la transition alors même que l'augmentation des prix des énergies fossiles

[708] BANK OF JAPAN, « The Bank of Japan's Strategy on Climate Change », sur *Bank of Japan* [en ligne], publié le 21 juillet 2021 [consulté le 21 avril 2023].

[709] PEOPLE'S BANK OF CHINA, « Green Finance Supports Achieving Carbon Emissions Peak and Carbon Neutrality », [en ligne], publié le 4 mars 2022 [consulté le 21 avril 2023].

représentait 38% de l'inflation globale de la zone euro fin 2022[710]. Pareil renchérissement du coût du financement de la transition est d'autant plus préjudiciable que les énergies renouvelables sont très « intensives en capital » les rendant particulièrement sensibles à la hausse des taux en comparaison des énergies fossiles[711]. Par exemple, Schmidt et ses coauteurs démontrent qu'en Allemagne, un retour des taux d'intérêt à un niveau pré-crise de 2008 augmenterait le coût de production de l'énergie de 11% pour le solaire et de 25% pour l'éolien, alors que cela n'aurait quasiment aucun impact pour les énergies fossiles[712]. On comprend donc qu'encourager le financement

[710] « Energy and food price inflation have played a key role as drivers of the higher headline inflation recorded in the euro area. In November energy inflation alone accounted for 38% of headline inflation in the euro area (…) » KOESTER Gerrit, GONÇALVES Eduardo, GOMEZ-SALVADOR Ramon *et al.*, « Inflation developments in the euro area and the United States », *ECB Economic Bulletin*, 8/2022, [en ligne] 2023, [consulté le 21 avril 2023]. [« L'inflation des prix de l'énergie et des denrées alimentaires a joué un rôle clé dans la hausse de l'inflation globale enregistrée dans la zone euro. En novembre, l'inflation énergétique a représenté à elle seule 38 % de l'inflation globale dans la zone euro (...) »] (traduction libre)

[711] « A low interest rate environment makes green energy technologies more competitive. (…) As a result, stable interest rates are more beneficial for green energy investments than for brown energy investments. (…) Our estimations indicate that a discount on green investments' interest rates would be more efficient than a premium on brown investments' interest rates, as the discount would be lower than the premium required for the same effect. » MONNIN Pierre, « The Impact of Interest Rates on Electricity Production Costs », Council on Economic Policies, 2015, p. 8. [« Un environnement de taux d'intérêt bas rend les technologies énergétiques vertes plus compétitives. (...) Par conséquent, des taux d'intérêt stables sont plus bénéfiques pour les investissements dans les énergies vertes que pour les investissements dans les énergies brunes. (...) Nos estimations indiquent qu'une décote sur les taux d'intérêt des investissements verts serait plus efficace qu'une prime sur les taux d'intérêt des investissements bruns, car la décote serait inférieure à la prime requise pour le même effet. »] (traduction libre) ; « Low and declining interest rates have measurably contributed to the fall in the "levelised cost of electricity", or LCOE, of renewable energies. As a result, the cost of electricity from renewable sources is now comparable to, or lower than, that of conventional power plants. These developments now risk being reversed by the marked rise in global interest rates over the past year. Since fossil fuel-based power plants have comparably low upfront costs, a persistent rise in the cost of capital may discourage efforts to decarbonise our economies rapidly. Put simply, renewable energies are more competitive when interest rates are low. » SCHNABEL Isabel, « Monetary policy tightening and the green transition, Speech at the International Symposium on Central Bank Independence », [en ligne], 2023, [consulté le 21 avril 2023]. [« Un environnement de taux d'intérêt bas rend les technologies énergétiques vertes plus compétitives. (...) Par conséquent, des taux d'intérêt stables sont plus bénéfiques pour les investissements dans les énergies vertes que pour les investissements dans les énergies brunes. (...) Nos estimations indiquent qu'une décote sur les taux d'intérêt des investissements verts serait plus efficace qu'une prime sur les taux d'intérêt des investissements bruns, car la décote serait inférieure à la prime requise pour le même effet. »] (traduction libre)

[712] « In Germany, interest rates recovering to pre-financial crisis levels within 5 years could add 11% and 25% to the levelized cost (LCOE) of solar PV and wind onshore, respectively, with financing costs accounting for roughly one-third of total LCOE. As fossil fuel-based electricity costs are much less and potentially even negatively affected by rising IRs, the viability of RE investments would be markedly deteriorated. Based on these findings, we argue that rising interest rates could jeopardize the sustainable energy transition and propose a self-adjusting thermostatic policy strategy to safeguard against rising

de la transition face à la hausse des coûts de financement s'avère stratégique pour lutter contre l'inflation et s'articule donc bien avec le mandat de l'Eurosystème comme on le verra ci-dessous.

En s'inspirant des options évoquées ci-dessus, si l'on souhaite que la hausse des taux d'intérêt décidée par l'Eurosystème n'entrave pas le financement de la transition, on peut imaginer deux types de solutions. D'abord, l'Eurosystème pourrait définir des critères verts supplémentaires dans les opérations de refinancement traditionnelles (1), ou mettre en place une nouvelle facilité de refinancement durable (2).
Dans l'un ou l'autre des cas, le verdissement des opérations pourrait s'appuyer sur la durabilité du collatéral mobilisé par les banques commerciales, la durabilité de l'allocation des fonds alloués par les banques (quota de prêts vert par exemple), ou le profil climatique des banques commerciales (alignement avec la taxonomie par exemple). Puis au regard de ces critères, l'Eurosystème pourrait ajuster les taux d'intérêt, mais aussi l'accès à la facilité de refinancement ou les montants empruntables.

1- Ajustement du taux d'intérêt

Le ciblage opéré en ajustant le taux d'intérêt en fonction des critères climatiques évoqués ci-dessus permet à la politique monétaire de ne pas entraver le financement de la transition dans un contexte de hausse des taux.
La variation du taux d'intérêt peut se faire en fonction de la durabilité du collatéral mobilisé, ce qui présente l'avantage de faire en sorte que les banques commerciales

interest rates. » SCHMIDT Tobias S., STEFFEN Bjarne, EGLI Florian *et al.*, « Adverse effects of rising interest rates on sustainable energy transitions », *Nat Sustain*, 2, Nature Publishing Group, 2019, p. 1. [« En Allemagne, la remontée des taux d'intérêt à leurs niveaux d'avant la crise financière dans les cinq ans pourrait ajouter 11 % et 25 % au coût moyen (LCOE) de l'énergie solaire photovoltaïque et de l'énergie éolienne terrestre, respectivement, les coûts de financement représentant environ un tiers du cout moyen de l'énergie total. Étant donné que les coûts de l'électricité produite à partir de combustibles fossiles sont beaucoup moins affectés par l'augmentation des RI, et pourraient même l'être, la viabilité des investissements dans les énergies renouvelables s'en trouverait nettement détériorée. Sur la base de ces résultats, nous soutenons que la hausse des taux d'intérêt pourrait compromettre la transition énergétique durable et proposons une stratégie politique thermostatique auto-ajustable pour se prémunir contre la hausse des taux d'intérêt. »] (traduction libre)

paient pour le risque climatique qu'elles font porter à l'Eurosystème en mobilisant du collatéral carboné et d'augmenter le coût de refinancement des actifs les plus carbonés. La variation du taux d'intérêt peut aussi se faire en fonction du profil climatique des banques commerciales ou de la durabilité des fonds qu'elles allouent, ce qui là encore permet d'associer un coût additionnel au financement d'activités non-durables et donc de mieux refléter les risques que ces financements engendrent pour l'Eurosystème.

2- La création d'une facilité de refinancement verte

Dans un contexte de retour de l'inflation, le volume des liquidités introduites par cette facilité devrait être finement contrôlé pour éviter qu'il ne soit trop important et pourrait en tout état de cause être limité aux investissements liés à la transition et offrir un droit de tirage maximum.

L'accès à cette facilité pourrait être conditionné à la remise de collatéral vert, ce qui permettrait aux banques commerciales de se refinancer à hauteur de leurs investissements durables. Cela encouragerait ces financements et permettrait d'éviter que la remontée des taux ne pèse trop sur le financement de la transition. Une autre option serait que les fonds obtenus par le biais de cette facilité ne puissent servir qu'à financer des prêts verts.

II- Considérations juridiques

Le programme TLTRO I a été initié par la décision de la BCE du 29 juillet 2014 concernant les mesures relatives aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (BCE/2014/34). On peut relever dans cette décision le considérant 2 qui explique le caractère ciblé de la mesure :

> « *En conduisant les TLTRO, le conseil des gouverneurs vise à soutenir l'activité de prêt bancaire au secteur privé non financier, c'est-à-dire les ménages et les sociétés non financières dans les États membres dont la monnaie est l'euro.* »

Le considérant 4 précise pour sa part que :

> « *Les montants pouvant être empruntés dans le cadre de ces facilités supplémentaires seront déterminés sur la base du montant net de prêts éligibles des participants consentis au secteur privé non financier, calculé conformément aux critères fixés pour une période donnée, au-delà d'une valeur de référence définie.* »

Par la suite, le programme TLTRO II a été engagé par la décision (UE) 2016/810 de la BCE du 28 avril 2016 concernant une seconde série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (BCE/2013/10). Enfin, le programme TLTRO III trouve son fondement dans la décision (UE) 2019/1311 de la BCE du 22 juillet 2019 concernant une troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (BCE/2019/21).

Malgré l'importance de ces opérations de refinancement dans le cadre de la politique monétaire de l'Eurosystème, le verdissement des opérations de refinancement est une piste qui a été assez peu étudiée à l'occasion de la revue stratégique. Néanmoins, en 2022 Christine Lagarde a reconnu qu'il s'agissait d'une piste

intéressante[713]. Isabel Schnabel a aussi souligné qu'il s'agissait d'un sujet à étudier[714]. Se pose donc la question de la légalité du verdissement de cet outil.

Pour Eric Monnet, les TLTRO sont « restées loin d'une politique industrielle qui aurait pu être condamnée au nom du principe de libre concurrence inscrit dans les traités de l'Union européenne et définissant le mandat de la BCE. Leur mise en place s'est faite au nom de failles de marchés qu'il faudrait corriger[715]. » Or, comme on l'a développé plus haut vis-à-vis du réchauffement climatique, on peut observer une défaillance très forte des marchés qui semblent complètement aveugles aux conséquences des financements qu'ils octroient et sourds aux alertes des scientifiques. On peut donc considérer que les TLTRO devraient être utilisées pour corriger pareille défaillance. De plus, comme l'explique Monnet, en usant du ciblage des prêts comme instrument, l'Eurosystème pourrait aussi soutenir les politiques économiques générales dans l'Union et ainsi respecter son objectif secondaire[716].

À l'instant où nous écrivons ces lignes, le contexte d'inflation famélique décrit ci-dessus semble un lointain souvenir, or Monnet s'interrogeait en 2021 avant le retour de l'inflation : « si l'inflation augmentait à nouveau et si la banque centrale devait mener une politique restrictive pour stabiliser la croissance des prix, serait-elle légitime à accorder des prêts ciblés (TLTRO) pour maintenir des taux d'intérêt plus bas sur le financement écologique ?[717] »
Pour lui, on ne peut répondre positivement à cette question que si l'on considère que l'UE donne une priorité absolue à la sauvegarde de l'environnement, qu'il peut être prouvé que les sources de l'inflation sont totalement extérieures au secteur de la

[713] LAGARDE Christine, « Monetary policy statement » *Press conference* [en ligne], 2022, [consulté le 21 avril 2023].

[714] SCHNABEL Isabel, « A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation, Speech at a panel on "Monetary Policy and Climate Change" at The ECB and its Watchers XXII Conference » [en ligne], 2022, [consulté le 21 avril 2023] ; SCHNABEL Isabel, *op. cit.*

[715] MONNET Eric, *La Banque-providence*, Seuil et La République des Idées, 2021, p. 61.

[716] *Ibid.*

[717] *Ibid.*, p. 99.

transition et que le traitement privilégié de ce secteur n'entrainera pas de distorsions de concurrence entre les entreprises qui le composent[718]. Alors, et alors seulement, le mandat de l'Eurosystème ne lui interdit pas de mettre en place un traitement différencié du financement de la transition écologique en cas de hausse des taux.
À cet égard, nous avons vu dans la première partie que la protection de l'environnement occupait une place tout à fait à part parmi les objectifs de l'Union et qu'une priorité très explicite lui était donnée. D'autre part, nous avons vu que le secteur des énergies carbonées était un vecteur très important du retour de l'inflation en Europe et que le réchauffement climatique de par ses multiples effets allait lui aussi influer sur l'inflation tantôt à la hausse tantôt à la baisse. Ce faisant, juridiquement, la mise en place de pareilles mesures de verdissement de la politique monétaire ne nous paraît pas pouvoir se heurter au mandat de l'Eurosystème.

Par ailleurs, on a déjà souligné que la plupart des grandes banques commerciales n'intègrent pas suffisamment la problématique climatique et environnementale dans leurs politiques de prêt. On a vu qu'elles continuaient à octroyer de façon massive des financements aux secteurs les plus polluants, ce qui peut être vu comme entrant en conflit avec les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière de l'Eurosystème, ainsi qu'avec les objectifs environnementaux de l'UE. Il nous semble donc qu'un verdissement des outils de refinancement et en particulier des TLTRO pourraient permettre d'éviter de telles pratiques et ainsi de contribuer à l'objectif principal de stabilité de prix et à son objectif secondaire de soutien des politiques économiques dans l'UE.

Pour van't Klooster et van Tilburg, la mise en œuvre de TLTRO vertes s'inçérerait dans le cadre du mandat de l'Eurosystème pour trois raisons. D'abord, car les TLTRO vertes sont une façon de contribuer à l'objectif de stabilité des prix en remédiant aux défaillances du marché, qui nuisent aux conditions économiques préalables à une stabilité des prix en rejetant toujours plus de gaz à effet de serre dans

[718] *Ibid.*

l'atmosphère. Ensuite, puisque le verdissement des TLTRO permet de contribuer aux efforts prudentiels menés par l'Eurosystème pour réduire le risque financier lié à l'environnement que portent les banques, ce qui contribue à son objectif de stabilité financière. Enfin, car les TLTRO vertes soutiendront l'alignement de la politique monétaire sur l'objectif secondaire de l'Eurosystème[719].

Van't Klooster et van Tilburg soulignent que dans la mise en place d'une TLTRO verte, il faudra veiller à ce que cela respecte le principe de l'unicité de la politique monétaire. Une TLTRO verte ne doit pas conduire à la différenciation des taux du marché monétaire dans des secteurs géographiques spécifiques car la BCE cherche à contrôler l'augmentation des prix à la consommation dans la zone euro dans son ensemble, en pilotant le taux moyen du marché monétaire. D'autre part, l'accès aux TLTRO vertes ne devrait pas porter atteinte à la concurrence loyale entre les banques européennes en favorisant indûment certaines banques par rapport à d'autres[720].

On voit donc que le cadre juridique structurant les opérations de refinancement et en particulier les TLTRO est suffisamment permissif pour envisager un verdissement de ces outils.

[719] VAN'T KLOOSTER Jens et VAN TILBURG Rens, « Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs », Positive Money, 2020, p. 11.

[720] *Ibid.*, p. 19.

Section III- Pour une « monnaie Hélicoptère » Verte

> *"Let us suppose now that one day a helicopter flies over this community and drops an additional $1,000 in bills from the sky, which is, of course, hastily collected by members of the community. Let us suppose further that everyone is convinced that this is a unique event which will never be repeated."*
> Milton Friedman, *The Optimum Quantity of Money, 1969*[721]

> *"Consider for example a tax cut for households and businesses that is explicitly coupled with incremental Bank of Japan purchases of government debt – so that the tax cut is in effect financed by money creation"*,
> Ben Bernanke, *Some Thoughts on Monetary Policy in Japan*, 2003[722]

Monnaie hélicoptère, le mot est lâché. Durant les années qui ont suivies la crise financière et au regard du taux d'inflation famélique qui s'était installé dans la zone euro, l'idée d'utiliser « l'hélicoptère » de Milton Friedman a refait surface à de nombreuses reprises chez les économistes[723]. Friedman évoque ce concept dans son

[721] Traduction libre : « Supposons maintenant qu'un jour, un hélicoptère survole cette communauté et laisse tomber du ciel 1 000 dollars supplémentaires en billets, que les membres de la communauté s'empressent bien sûr de ramasser. Supposons en outre que tout le monde soit convaincu qu'il s'agit là d'un événement unique qui ne se reproduira jamais. » *Milton Friedman, The Optimum Quantity of Money and other Essays, Aldine Publishing Company, 1969, p. 4.*

[722] Traduction libre : « Prenons l'exemple d'une réduction d'impôt pour les ménages et les entreprises qui est explicitement couplée à des achats progressifs de dette publique par la Banque du Japon, de sorte que la réduction d'impôt est en fait financée par la création de monnaie. » Ben Bernanke, *Some Thoughts on Monetary Policy in Japan*, Speech before the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, sur *Bank for International Settlements* [en ligne], publié le 31 mai 2003, [consulté le 8 juillet 2025].

[723] TURNER Adair, « The Case for Monetary Finance – An Essential Political Issue », FMI, 2015 BUITER Willem H., « The Simple Analytics of Helicopter Money » [en ligne], *Economics*, 8, De

ouvrage de 1969 The *Optimum Quantity of Money*. Précisons immédiatement que derrière cette métaphore de l'hélicoptère qui survolant une rue y lâche des billets de banque se cache une mesure revenant à financer un allègement fiscal par de la création monétaire. Dit autrement, la monnaie hélicoptère met l'argent créé par la banque centrale directement dans les mains de ceux qui vont le dépenser, qu'il s'agisse des ménages, des entreprises ou du gouvernement, plutôt que de s'appuyer sur des incitations indirectes comme l'abaissement des taux d'intérêt. Orthodoxe et très théorique, cet outil n'en est pas moins un serpent de mer du débat économique, nous tenterons ici de l'appréhender dans le contexte de lutte contre le réchauffement climatique (I) avant d'en envisager la possibilité juridique dans l'Eurosystème (II).

Gruyter Open Access, 2014, [consulté le 3 novembre 2022] GALÍ Jordi, « Helicopter money », sur *VoxEU.org* [en ligne], publié le 17 mars 2020, [consulté le 14 avril 2020] GALÍ Jordi, « Thinking the unthinkable », sur *CEPR* [en ligne], publié le 3 octobre 2014, [consulté le 3 novembre 2022] GREENVILLE Stephen, « Helicopter money », sur *CEPR* [en ligne], publié le 24 février 2013, [consulté le 3 novembre 2022] BOSSONE Biagio, FAZI Thomas et WOOD Richard, « Helicopter money », sur *CEPR* [en ligne], publié le 1 octobre 2014, [consulté le 3 novembre 2022].

I- Monnaie Hélicoptère et réchauffement du climat

Ben Bernanke, l'ex-directeur de la FED et prix Nobel d'économie 2022, a défendu à de nombreuses reprises cette idée, se voyant en conséquence affublé du surnom d'« *Helicopter Ben* »[724]. Bernanke, qui préfère parler de financement monétaire d'un programme budgétaire, considère que dans des circonstances extrêmes (demande globale déficiente, politique monétaire épuisée et réticence du gouvernement à utiliser la politique budgétaire) un programme de financement monétaire pourrait être la meilleure alternative[725]. Pour Bernanke, la traduction opérationnelle de l'hélicoptère monétaire consisterait dans le fait de créditer le compte du trésor. On comprend donc que cet outil permet une intense coordination entre politique monétaire et politique budgétaire. Ainsi en augmentant la quantité de monnaie, on pourrait financer des réductions d'impôts ou des dépenses publiques[726].

---

[724] « The deflation speech saddled me with the nickname "helicopter Ben." In a discussion of hypothetical possibilities for combating deflation, I mentioned an extreme tactic – a broad-based tax cut combined with money creation by the central bank to finance the cut. Milton Friedman had dubbed the approach a "helicopter drop" of money. » BERNANKE Ben S., *The courage to act*, W.W. Norton & Company, 2015, p. 64. [« Le discours sur la déflation m'a valu le surnom d' « hélicoptère Ben ». Lors d'une discussion sur les possibilités hypothétiques de lutte contre la déflation, j'ai mentionné une tactique extrême : une réduction générale des impôts combinée à la création de monnaie par la banque centrale pour financer cette réduction. Milton Friedman avait qualifié cette approche de « largage d'argent par hélicoptère ». »] (traduction libre)

[725] « However, under certain extreme circumstances—sharply deficient aggregate demand, exhausted monetary policy, and unwillingness of the legislature to use debt-financed fiscal policies—such programs may be the best available alternative. » BERNANKE Ben S., « What tools does the Fed have left? », *Brookings* [en ligne], publié le 11 avril 2016, [consulté le 3 novembre 2022]. [« Toutefois, dans certaines circonstances extrêmes – demande globale fortement déficiente, politique monétaire épuisée et réticence du législateur à recourir à des politiques budgétaires financées par la dette – de tels programmes peuvent constituer la meilleure alternative disponible. »] (traduction libre)

[726] « Helicopter money puts central bank-created money directly in the hands of spenders – whether households, businesses or the government – rather than relying on indirect injections or incentives, such as lower interest rates. Tax cuts or public spending could be explicitly financed by an increase in the stock of money. » BARTSCH Elga, BOIVIN Jean, FISCHER Stanley *et al.*, « Dealing with the next downturn : From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination », SUERF Policy Note & BlackRock Investment Institute, 2019, p. 8. [« L'hélicoptère monétaire place la monnaie créée par la banque centrale directement entre les mains des consommateurs – ménages, entreprises ou État – plutôt que de recourir à des injections ou incitations indirectes, comme des taux d'intérêt plus bas. Les baisses d'impôts ou les dépenses publiques pourraient être explicitement financées par une augmentation de la masse monétaire. »] (traduction libre)

L'économiste et ancien Président de l'autorité de contrôle des services financiers britannique (*Financial Services Autority*) Adair Turner va dans le même sens et explique que la monnaie hélicoptère, c'est à dire le financement monétaire direct de déficits budgétaires accrus peut, dans certaines circonstances, être le seul moyen sûr de stimuler la demande nominale. Il ajoute qu'une telle mesure peut comporter moins de risque pour la stabilité financière future que les politiques monétaires non conventionnelles actuellement déployées[727].

Si le concept peut paraitre un peu exotique de prime abord, on voit qu'il a gagné en « respectabilité », d'autant que Peter Praet, un ancien membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, a un jour indiqué que « toutes les banques peuvent le faire »[728] et que dans un rapport publié par Blackrock et signé notamment par Stanley Ficher et Philip Hildebrand, les auteurs se prononcent en faveur de cet outil[729]. La banque centrale des Pays-Bas s'est intéressée à cet outil dans une publication de 2016[730] et la banque centrale d'Autriche a fait de même en 2020[731]. Si la publication néerlandaise se révèle assez sceptique vis-à-vis de l'effet de la monnaie hélicoptère sur l'inflation, l'analyse autrichienne se montre plus mesurée en mettant en avant que l'outil aurait surtout des effets très hétérogènes selon les différents pays européens.

---

[727] « 'Helicopter money' – by which we mean overt money finance of increased fiscal deficits – may in some circumstances be the only certain way to stimulate nominal demand, and may carry with it less risk to future financial stability than the unconventional monetary policies currently being deployed. » TURNER Adair, REICHLIN Lucrezia et WOODFORD Michael, « Helicopter money as a policy option », sur *CEPR* [en ligne], publié le 23 septembre 2019, [consulté le 3 novembre 2022]. [« La « monnaie hélicoptère » – expression par laquelle nous entendons le financement monétaire manifeste des déficits budgétaires accrus – peut dans certaines circonstances être le seul moyen sûr de stimuler la demande nominale et peut comporter moins de risques pour la stabilité financière future que les politiques monétaires non conventionnelles actuellement déployées. »] (traduction libre)

[728] BLANCHARD Olivier et PISANI-FERRY Jean, « The Euro Area is Not (Yet) Ready for Helicopter Money », Sur *Peterson Institute For International Economics*, [en ligne], publié le 19 novembre 2019 [consulté le 8 juillet 2025].

[729] BARTSCH Elga, BOIVIN Jean, FISCHER Stanley *et al.*, « Global Macro Outlook », BlackRock Investment Institute, [en ligne] 2019, [consulté le 3 novembre 2022].

[730] VAN ROOJI Maarten et DE HAAN, « Will helicopter money be spent? New evidence », De Nederlandsche Bank, *DNB working paper*, n°538, 2016.

[731] DRESCHER Katharina, FESSLER Pirmin et LINDER Peter, « Helicopter Money in Europe: New Evidence on the Marginal Propensity to Consume across European Households », Oesterreichische National Bank, 2020 DRESCHER Katharina, FESSLER Pirmin et LINDNER Peter, « Helicopter money in Europe », *Economics Letters*, 195, 2020.

Cela dit la vision de Bernanke est un peu réductrice des possibilités offertes par la monnaie hélicoptère, car rien ne dit que la création monétaire doit être dirigée vers l'État. Au contraire dans l'idée de Friedman, il est aussi question de toucher les particuliers et les entreprises. C'est d'ailleurs pourquoi Éric Monnet explique qu'il s'agit « pour la banque centrale, de transférer directement de l'argent aux citoyens, afin d'éviter une crise économique importante qui ferait baisser les prix et l'emploi »[732].

L'idée derrière cette mesure est de contourner le canal des taux d'intérêt et des marchés financiers et de créditer directement sur le compte d'un acteur économique les liquidités qui en étant dépensées feront augmenter l'inflation. Dans ce cas, la monnaie centrale créée l'est de façon permanente dans le sens ou n'ayant pas servi à l'achat d'une créance, il n'y a pas destruction monétaire au moment du remboursement de la créance. La monnaie hélicoptère est donc doublement originale par rapport aux instruments de politique monétaire existants, d'une part, elle s'affranchit des canaux traditionnels et des contreparties habituelles, et d'autre part, n'étant pas adossée à une créance, elle est théoriquement permanente.

Le *Quantitative Easing* tel que pratiqué par les banques centrales et évoqué ci-dessus a contribué à créer une grande quantité de monnaie, mais il lui est souvent reproché d'avoir mal circulé vers les personnes et les activités où elle était le plus nécessaire[733]. On peut régulièrement lire que les programmes d'achats ont contribué à faire augmenter la valeur des actifs financiers sans parvenir à leur objectif d'inflation, permettant à ceux qui en détiennent, les plus riches si on schématise, de s'enrichir. La monnaie centrale injectée serait comme restée bloquée dans la sphère financière. D'où le fait qu'en s'appuyant sur la métaphore de l'Hélicoptère de Milton Friedman, Frances Coppola plaide pour ce qu'elle appelle un *Quantitative Easing* du peuple (*People's*

[732] MONNET Eric, *La Banque-providence*, Seuil et La République des Idées, 2021, p. 102.

[733] Voir ci-dessus : BELL Venetia, JOYCE Michael, LIU Zhuoshi *et al.*, « The distributional effects of asset purchases », Bank of England, 2012 ; MONNIN Pierre, « Monetary Policy, Macroprudential Regulation and Inequality », SSRN Electronic Journal, Council on Economic Policies, 2017.

Quantative easing). Elle explique que son assouplissement quantitatif des citoyens ferait voler l'hélicoptère de Friedman non pas seulement au-dessus de Wall Street, mais au-dessus de l'économie toute entière acheminant ainsi l'argent là où il est le plus nécessaire[734]. En 2014, alors que la zone euro fleuretait avec la déflation, l'économiste John Muellbauer expliqua qu'il était favorable à ce que la BCE procède à un « assouplissement quantitatif pour le peuple » et plus précisément à ce qu'elle envoie à chaque citoyen adulte un chèque de 500 euros. Selon lui, on pourrait envoyer à tous les travailleurs et retraités disposant d'un numéro de sécurité sociale une somme payée par la BCE, les gouvernements se contentant d'aider à la distribution. Il ajoute qu'en utilisant les registres électoraux, la BCE pourrait même se passer de l'assistance des gouvernements[735].

[734] « QE for the People simply restores Friedman's helicopters to their rightful role. Instead of flying solely over Wall Street, they can fly over the whole economy, delivering money to wherever it is most needed via a variety of channels. » COPPOLA Frances, *The case for people's quantitative easing*, Polity, 2019, p. 57. [« L'assouplissement quantitatif pour les citoyens redonne simplement aux hélicoptères de Friedman leur rôle légitime. Au lieu de survoler uniquement Wall Street, ils peuvent survoler l'ensemble de l'économie, acheminant l'argent là où il est le plus nécessaire, par divers canaux. »] (traduction libre)

[735] « A more reasonable option would be to provide all workers and pensioners with social-security numbers (or the local equivalent) with a payment from the ECB, which governments would merely aid in distributing. Another alternative would be to use the electoral register, a public database that the ECB could use independently of governments. Of the roughly 275 million adults in the Eurozone, some 90% are on the electoral register. Nothing in EZ law forbids the ECB from undertaking such an independent action. » MUELLBAUER John, « Combatting Eurozone deflation: QE for the people », *VOX - CEPR Policy Portal*, [en ligne], publié le 23 décembre 2014, [consulté le 8 juillet 2025]. [« Une option plus raisonnable serait de fournir à tous les travailleurs et retraités un numéro de sécurité sociale (ou son équivalent local) un versement de la BCE, dont les gouvernements se contenteraient de contribuer à la distribution. Une autre solution serait d'utiliser le registre électoral, une base de données publique que la BCE pourrait utiliser indépendamment des gouvernements. Sur les quelque 275 millions d'adultes de la zone euro, environ 90 % sont inscrits sur les listes électorales. Rien dans la législation de la zone euro n'interdit à la BCE d'entreprendre une telle action indépendante. »] (traduction libre)

II- Une « ligne de crête » juridique

Eric Monnet considère que la banque centrale devant maintenir la stabilité des prix et que sa cible d'inflation étant 2%, « elle est fondée à utiliser tout instrument en son pouvoir pour atteindre cet objectif »[736].

D'un point de vue juridique, on fera remarquer que si pour ce faire l'option choisie consiste à acheter de la dette publique pour permettre au gouvernement de procéder au transfert de fond, cette mesure tombe sous le coup de l'interdiction du financement monétaire déjà évoquée. En effet, l'article 123 du TFUE, siège de cette interdiction, pose dans son premier paragraphe qu'il est interdit à la BCE et aux BCN *« d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres ; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite. »*

Il nous semble donc que la mise en place d'un tel outil imposerait de se passer de l'assistance des États membres. John Muellbauer explique que l'hélicoptère de Friedman ne doit pas être comparé à du financement monétaire, car il s'agirait, en l'espèce pour la BCE, une banque centrale indépendante, de distribuer directement des liquidités aux ménages dans le but de respecter son mandat et en particulier sa cible d'inflation[737].

---

[736] MONNET Eric, *La Banque-providence*, Seuil et La République des Idées, 2021, p. 102.

[737] « That is an important reason why the ECB is not allowed to directly finance government spending. But it is quite a different matter for an independent central bank, subject to its governing council and the representation of different countries on that council, to directly hand out cash to households as part of its method of meeting its inflation mandate. That is why I would classify this as monetary policy and not just a devious way of by-passing Eurozone rules. » MUELLBAUER John, *op. cit.* [« C'est une raison importante pour laquelle la BCE n'est pas autorisée à financer directement les dépenses publiques. Mais il en va tout autrement pour une banque centrale indépendante, soumise à son conseil des gouverneurs et à la représentation des différents pays au sein de ce conseil, de distribuer directement des liquidités aux ménages pour respecter son mandat de lutte contre l'inflation. C'est pourquoi je qualifierais cela de politique monétaire et non pas simplement de moyen détourné de contourner les règles de la zone euro. »] (traduction libre)

Les débats actuels au sein l'Eurosystème autour de la création d'une monnaie numérique de banque centrale (MNBC) se sont pour partie polarisés autour du type de MNBC que l'Eurosystème souhaite mettre en place. Deux options étant sur la table. D'une part, la mise en place d'une MNBC « de gros » aussi appelée MNBC interbancaire ou MNBC « *wholesale* ». D'autre part, d'une MNBC de détail ou « *retail* » à destination cette fois des citoyens de l'Union et pas seulement des banques. Notons que ces deux options ne sont pas antinomiques l'une de l'autre et que la mise en place de l'une n'empêche pas la mise en place de l'autre. La seconde option pourrait aboutir à l'ouverture de comptes auprès de la BCE ou d'intermédiaires financiers pour chaque citoyen sur lesquels l'Eurosystème pourrait verser des « euros numériques », faisant ainsi de la création monétaire directement à destination des citoyens et donc de la monnaie hélicoptère. Solution qui se rapproche de la proposition de « drone monétaire » de Jézabel Couppey-Soubeyran[738].

Cependant, la monnaie hélicoptère ou le drone monétaire en ce qu'il cherche à faire augmenter la consommation semble difficilement conciliable avec un objectif de réorientation de notre modèle économique vers plus de sobriété énergétique par exemple. Cependant, Jézabel Couppey-Soubeyran note qu' « en diffusant mieux les effets de la politique monétaire, le drone monétaire contribuerait à l'apaisement des tensions sociales et ferait émerger un contexte dans lequel les mesures écologiques qui s'imposent seraient mieux acceptées[739]. » À cet égard, on a vu que l'article 7 du TFUE oblige l'Union à veiller à la cohérence entre ses politiques et actions. Par conséquent, si la monnaie hélicoptère devait être jugée comme contraire aux objectifs environnementaux et climatiques de l'Union, elle pourrait être considérée comme incompatible avec les traités.

Toutefois, il semble que l'on puisse juridiquement surmonter cet écueil et envisager une monnaie hélicoptère verte si la monnaie versée aux citoyens ne pouvait être utilisée que pour le financement de biens ou services verts (produit bio, rénovation énergétique,

[738] COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel, CARRÉ Emmanuel, LEBRUN Thomas *et al.*, « Un "drone monétaire" pour remettre la politique monétaire au service de tous », *Institut Veblen*, 2020.

[739] *Ibid.*, p. 38.

etc.). Cependant, il n'est pas certain qu'opérationnellement cette mesure puisse être mise en place et qu'*in fine* elle puisse malgré tout servir à l'objectif principal de stabilité des prix. En effet, dans l'état actuel de notre économie et de son intensité carbone, en ne ciblant que l'achat de biens ou services durables, le périmètre d'une telle mesure serait probablement trop restreint pour avoir un impact sur la stabilité globale des prix. De plus, on pourrait même penser que la subvention à ces biens et services ainsi apportée aurait un effet inflationniste sur ces derniers, rendant donc la mesure difficilement justifiable. Il nous semble donc compliqué au regard du cadre légal existant de pouvoir considérer qu'il existe un espace juridique pour la mise en place d'une telle mesure.

Conclusion du Chapitre II

Dans ce second chapitre, on a vu que face à la crise financière de 2008, puis face à celle des dettes souveraines de 2011, l'Eurosystème a été contraint d'étoffer sa boite à outils pour y ajouter ce que l'on appelle les outils de politique monétaire non conventionnelle. Ces outils visaient à répondre à un contexte macroéconomique très particulier dans lequel, alors que les taux directeurs avaient été abaissés au plancher, l'inflation demeurait proche de 0% et tendait même vers la déflation. Constatant la mauvaise transmission de la politique monétaire, l'Eurosystème a donc innové. D'une part, en allongeant la durée des opérations de refinancement pour les faire passer d'une semaine à trois mois, puis six mois, un an et même trois ans et en créant des facilités de refinancement ciblé (TLTRO). D'autre part, en décidant de la mise en place des programmes d'achats.
Dans un cas comme dans l'autre, nous avons vu que ces outils ouvrent des perspectives très riches pour tenter d'orienter les marchés financiers vers les secteurs moins émetteurs de CO2 et de les dissuader de financer les secteurs les plus carbonés.

Si pour les outils de politique monétaire conventionnelle, le processus de verdissement est inexistant ou reste très embryonnaire, pour les programmes d'achats, l'Eurosystème a fait un premier pas encourageant concernant le CSPP. Ce processus s'est matérialisé avec le « *tilting* » du CSPP, c'est à dire le ciblage des achats pondérant à la hausse les acquisitions de titres d'entreprises durables, et à la baisse les achats d'obligations d'acteurs polluants. Cependant, le *tilting* du CSPP, pour louable qu'il soit, se révèle une mesure assez peu impactante *in fine*.
D'abord car les montants « réorientés » par cette mesure ne concernaient à l'origine que les réinvestissements des obligations arrivant à échéance, et qu'en 2023 avec la fin des réinvestissements cette mesure a pris fin de fait. Dès lors, sauf mise en place d'une gestion active de son portefeuille pour verdir le reliquat de titres restants, l'Eurosystème ne verdira pas d'avantage le CSPP.
Ce faisant, à défaut de la mise en place d'une telle gestion active du CSPP, c'est plus vers le PEPP et le PSPP qu'il faut se tourner pour verdir les programmes d'achats. Fin

2022, l'Eurosystème avait investi 2500 milliards d'euros *via* le PSPP et près de 1700 milliards *via* le PEPP contre 340 milliards pour le CSPP. Le potentiel de verdissement est donc plus important mais politiquement très sensible. Cependant, ces programmes d'achats, sont de façon inhérente à leurs conceptions, porteurs de lacunes dans l'optique de les verdir. D'abord car ils se focalisent sur des titres très demandés et souvent « sursouscrits » lors de leur émission. Ensuite, car les achats interviennent sur le marché secondaire à un moment où le coupon a déjà été fixé, les condamnant à n'avoir un effet qu'indirectement.
C'est pourquoi, il nous semble qu'une façon de contourner ces écueils politiques et techniques serait de créer un programme d'achats d'urgence climatique ou CEPP pour « *Climate Emergency Purchase Program* ». Programme qui dès son origine devrait se poser la question de son impact réel sur la décarbonation de l'économie et des marchés.

Pour ce qui est des opérations de refinancement, l'Eurosystème va assouplir son offre de refinancement en allongeant la durée des prêts notamment. En 2011 et 2012, sous l'impulsion de Mario Draghi, l'Eurosystème va lancer un programme de prêts aux banques à plus long terme encore, allant jusqu'à 3 ans. En 2011 et 2012, l'Eurosystème va en effet proposer deux opérations de refinancement de long terme ou LTRO avec une échéance à trois ans. Puis, à partir de 2014 l'Eurosystème va proposer des opérations ciblées de refinancement de long terme ou TLTRO. Pour ces opérations, la principale différence avec les LTRO résidait dans le fait que le taux d'intérêt *in fine* appliqué dépendait des montants qui étaient effectivement prêtés aux entreprises et aux ménages par les banques. C'est d'ailleurs en cela que les TLTRO ouvrent la voie à de possibles instruments de verdissement de la politique monétaire très intéressants. En effet, on pourrait imaginer un verdissement des opérations de refinancement de sorte à appliquer un taux plus faible aux contreparties lorsque les fonds sont alloués à une activité durable ou verte. Inversement, le taux d'intérêt pourrait être majoré lorsque les fonds servent *in fine* au financement d'actifs très carbonés.

De prime abord l'outil peut paraître assez peu adapté dans un contexte macroéconomique où l'inflation est forte et où la banque centrale cherche à la juguler

en augmentant ses taux directeurs pour limiter le crédit. Pourtant, en augmentant ses taux directeurs, l'Eurosystème a accru le coût du financement de la transition alors que le secteur des énergies renouvelables est très « intensif en capital » et donc particulièrement sensible à la hausse des taux en comparaison des énergies fossiles. Situation d'autant plus problématique que l'augmentation des prix des énergies fossiles représentait 38% de l'inflation globale de la zone euro fin 2022. On comprend donc qu'encourager le financement de la transition face à la hausse des coûts de financement s'avère stratégique pour lutter contre l'inflation et s'articule donc bien avec le mandat de l'Eurosystème.

Pour remédier à cet effet pervers de la politique monétaire, on a donc vu qu'il serait possible de verdir les opérations de refinancement existantes ou d'en créer une dédiée. Dans un cas comme dans l'autre, il serait possible pour ce faire de s'appuyer sur la durabilité du collatéral mobilisé, la durabilité de l'allocation des fonds ou encore le profil climatique des banques commerciales (alignement avec la taxonomie par exemple). Sur la base de la métrique retenue et du score de la contrepartie, l'Eurosystème pourrait ajuster les taux d'intérêt ou même conditionner l'accès à la facilité de refinancement et les montants empruntables.

Cependant le caractère inflationniste de la fourniture de liquidité rend juridiquement plus compliquée la mise en place d'une telle facilité lorsque le taux d'inflation est supérieur à la cible de 2%. Toutefois, le secteur des énergies carbonées fut un vecteur très important du retour de l'inflation en Europe et le réchauffement climatique, de par ses multiples effets, est lui aussi porteur de disruption de la stabilité des prix. Ce faisant, le bon financement de la transition énergétique est de nature à limiter les chocs inflationnistes et donc à faciliter le maintien de la stabilité des prix. C'est pourquoi le verdissement des opérations de refinancement nous paraît pouvoir se révéler conforme à l'objectif de stabilité des prix, même en période de resserrement de la politique monétaire.

Enfin, nous avons évoqué la « monnaie hélicoptère », concept qui demeure jusqu'à présent très théorique mais qui dans la perspective d'empêcher une économie de tomber en déflation présente l'avantage de pouvoir injecter des liquidités en

contournant le canal classique de transmission de la politique monétaire. Dans cette perspective, et à la condition de ne pas passer par les gouvernements pour procéder à la distribution des sommes de monnaies, il n'est pas juridiquement impossible de voir dans cet outil un instrument potentiel de l'Eurosystème. Cependant, si à l'objectif de stabilité des prix on doit ajouter un objectif de verdissement de l'économie et de la sphère financière comme nous le défendons ici, cet outil perd en pertinence et voit sa légalité s'amoindrir car il faudrait que les sommes versées par la banque centrale soient ciblées vers certains postes de dépenses sans quoi elles ne feraient qu'augmenter la consommation. Or, mettre en place une monnaie hélicoptère ciblée, nous paraît compliqué opérationnellement et surtout vecteur d'inflation dans les secteurs jugés éligibles.

Par conséquent, il nous semble peu pertinent et juridiquement très difficile de justifier la mise en œuvre d'une monnaie hélicoptère verte au regard du cadre juridique s'imposant à l'Eurosystème.

CONCLUSION DE LA PARTIE II

Dans la première partie on a conclu que le mandat de l'Eurosystème faisait peser sur ce dernier une obligation d'intégrer la question climatique à son action et donc à sa politique monétaire. Dans le prolongement de cette démonstration, cette partie avait pour objectif de faire le tour d'horizon des outils de politique monétaire et de s'interroger sur leur potentiel de verdissement.

D'abord, nous avons vu que l'IPCH en ce qu'il mesure l'évolution des prix de denrées émettrices de CO2 ne permet pas à l'Eurosystème de faire la distinction entre ce que l'on pourrait appeler « une bonne inflation » et une « mauvaise inflation ». Il nous semble que l'augmentation du prix des produits et services les plus émetteurs de CO2 peut être regardée comme une « bonne inflation » et qu'elle ne doit donc pas être combattue par le SEBC. Dans ce prolongement, parmi les outils de politique monétaire conventionnelle, nous avons montré que le verdissement du collatéral offrait un potentiel de verdissement intéressant en ce qu'il permettrait à la fois à l'Eurosystème de se protéger du risque de défaut des contreparties lié au réchauffement climatique et de favoriser la valeur des titres des entreprises les plus durables. Une même logique peut être appliquée aux réserves obligatoires en exigeant plus de réserves de la part des contreparties qui financent davantage les secteurs les plus émetteurs de gaz à effet de serre.

Parmi les outils de politique monétaire non conventionnelle, nous avons montré que les opérations de refinancement pouvaient se voir verdies, même en période de resserrement de la politique monétaire, de sorte à proposer un taux d'intérêt plus favorable aux contreparties finançant la transition. Les programmes d'achats aussi offrent un potentiel important si l'on décide d'adopter une gestion active des titres détenus et que l'on verdit les critères d'achats des PSPP et PEPP. L'Eurosystème pourrait aussi décider de s'engager dans un programme d'achats dédié à la lutte contre l'urgence climatique. Enfin, nous avons vu que la monnaie hélicoptère n'était

probablement pas l'outil le plus adapté et qu'à droit constant elle n'était pas envisageable.

On voit donc que la plupart des outils de politique monétaire peuvent se voir adjoindre un objectif de durabilité ou être raffinés de sorte à viser conjointement la stabilité des prix et la décarbonation de l'économie. Pourtant, alors qu'à l'initiative de la BCE, le SEBC s'est lancé en 2020 dans une réflexion poussée autour de cette question, aujourd'hui on peine à voir émerger des résultats notables en ce sens. On a noté que le CSPP avait été, à la marge et pendant une courte période de temps, modifié pour pondérer à la hausse les achats de titres durables et à la baisse les achats de titres d'entreprises polluantes. On a vu aussi que les SLB pouvaient désormais être remis en collatéral et qu'une réflexion était en cours pour verdir davantage le collatéral. Mais cela paraît bien peu et ce maigre constat appelle une question, est-ce suffisant pour être en conformité avec son mandat ? Nous tenterons d'élaborer une réponse à cette question en conclusion.

Conclusion générale

« Il n'y a pas d'action qui exprime plus hautement la liberté de l'homme que de fixer des limites à sa capacité individuelle d'agir, sous forme d'impératifs, de normes et de règles à validité universelle, et de s'y tenir. C'est par cette autolimitation que les individus deviennent des personnes autonomes entrant en communication les unes avec les autres ».

Jean-Pierre Dupuy, *Pour un catastrophisme éclairé*, 2002[740]

« En réalité, un environnement équilibré, sain et protégé est la première et ultime garantie de nos libertés ».

Laurent Fonbaustier, *Environnement,* 2021[741]

Les actions qu'il est nécessaire de mener pour lutter contre un processus aussi complexe et profond que le réchauffement climatique sont multiples. L'une d'elle est

[740] DUPUY Jean-Pierre, *Pour un catastrophisme éclairé*, Éditions du Seuil, 2002, p. 96.

[741] FONBAUSTIER Laurent, *Environnement*, Anamosa, 2021, p. 68.

sans doute de faire en sorte de canaliser les flux financiers vers des projets plus durables et de les détourner des activités polluantes. Dans ce sens, l'article 2.1(c) de l'accord de Paris souligne qu'il faut 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 ».

Les besoins de financement pour décarbonner nos sociétés sont considérables. Dans ce combat, les banques centrales occupent une position stratégique. Par le biais de la politique monétaire, les banques centrales sont à l'origine du processus de création monétaire, elles sont aussi des actrices majeures sur les marchés financiers et dans leur régulation. En somme, les banques centrales sont en position d'avoir une influence majeure sur le secteur financier dans l'optique de faciliter le financement de la décarbonation de nos sociétés. De plus, il est très probable que les conséquences du réchauffement climatique finissent par rattraper les banques centrales dans la mission centrale qui leur est aujourd'hui confiée en déstabilisant les prix. Ceci rappelé, dans cet essai nous avons interrogé le mandat de l'Eurosystème et ses outils à la lumière de la problématique du réchauffement climatique (I). Il nous semble qu'au regard du droit positif l'action de l'Eurosystème n'est pas complètement conforme à son mandat en n'intégrant pas, ou trop peu, cette question. Conséquemment, on peut s'interroger sur le risque juridique qui pèse présentement sur l'Eurosystème (II). On verra que jusqu'à présent l'indépendance que les traités offrent au SEBC a dissuadé les juges européens d'exercer ce que l'on pourrait appeler un « plein contrôle » de cette institution (III).

I- Eurosystème, mandat, politique monétaire et réchauffement climatique

Dans la première partie nous avons d'abord montré que l'article 127 paragraphe 1 du TFUE confère au SEBC un objectif principal, la stabilité des prix, et un objectif secondaire, qui correspond au soutien des politiques économiques dans l'Union.
En effet, le paradigme économique dominant lors de la rédaction des traités européens considérait qu'œuvrer à la stabilité des prix permettait de contribuer de manière significative au bien-être général, à un niveau d'activité économique et d'emploi élevé. La stabilité des prix était donc perçue comme la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à l'économie. C'est pourquoi cet objectif de stabilité des prix s'est vu conférer un caractère principal et doit primer dans toutes les activités de politique monétaire du SEBC.
L'Eurosystème a d'abord interprété cette notion de stabilité des prix comme une inflation proche mais inférieure à 2% avant de réviser légèrement cette conception en 2021 pour viser une inflation à 2%.
L'objectif secondaire a pour sa part longtemps été un peu « délaissé », l'Eurosystème considérant qu'assurer la stabilité des prix permettait *de facto* de concourir à la réalisation de l'objectif secondaire. Le débat sur le mandat de l'Eurosystème et l'interprétation que l'on pouvait en faire a finalement été relancé en 2020/2021, après l'arrivée de Christine Lagarde à la présidence de la BCE et le lancement du processus de revue stratégique. L'un des aspects de ce processus visait à s'interroger sur la possibilité ou non de l'Eurosystème d'intégrer le réchauffement climatique à son action. Or, au regard du mandat, la prise en compte du changement climatique par l'Eurosystème n'est possible que si l'un ou l'autre de ses objectifs le permet.

Pour ce faire, plusieurs obstacles sont à lever. Par exemple, l'horizon auquel l'Eurosystème se projette pour maintenir la stabilité des prix est un horizon de moyen terme, c'est-à-dire environ deux ou trois ans. Ce point complique l'intégration de la question climatique à son action puisque les risques climatiques liés au réchauffement sont pour l'essentiel amenés à se matérialiser dans un avenir plus lointain. La succession de catastrophes climatiques, notamment en Europe, ces toutes dernières

années a progressivement permis d'entrevoir la matérialité du réchauffement climatique comme étant plus proche. Surtout, la question de l'horizon ne doit pas être bloquante car, on a vu qu'il serait possible pour l'Eurosystème d'adopter une combinaison d'horizons, l'un à moyen terme et l'autre plus lointain.

Un autre obstacle à la prise en compte du réchauffement climatique dans l'action du SEBC est le fait que ce dernier doit avoir une politique monétaire neutre vis-à-vis du marché. L'exemple du CSPP illustre que cette approche est biaisée et repose sur des sous-jacents politiques et économiques assez faibles. Juridiquement, on a vu qu'elle plaçait le SEBC dans une situation de contradiction avec les objectifs climatiques de l'Union européenne ce qui est contraire à l'article 7 du TFUE qui pose que « L'Union veille à la cohérence entre ses différentes politiques et actions ».

Ces obstacles levés, on peut faire observer que l'objectif secondaire impose à l'Eurosystème d'apporter « 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 ». Parmi, les objectifs de l'Union que liste l'article 3 on peut relever que l'Europe œuvre pour le « développement durable de l'Europe » et le « développement durable de la planète » mais aussi « un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement », autant d'objectifs qui incluent nécessairement la lutte contre le réchauffement climatique. Si l'on garde à l'esprit que cet objectif est un objectif obligatoire mais secondaire et qu'il ne peut être recherché qu'en ce qu'il ne porte pas préjudice à l'objectif de stabilité des prix, l'Eurosystème doit regarder si parmi les différents instruments à sa disposition pour maintenir la stabilité des prix, certains peuvent aussi contribuer à sa réalisation. Si pareil instrument peut être élaboré, l'Eurosystème devrait alors le choisir pour mettre en place sa politique monétaire. À cet égard nous avons montré qu'au regard de la jurisprudence de la Cour de justice et des politiques économiques de l'Union, la question environnementale peut être considérée comme revêtant une réelle priorité par rapport aux autres objectifs.

À cela s'ajoute que le principe d'intégration posé à l'article 11 du TFUE incorpore des objectifs de protection de l'environnement au mandat de l'Eurosystème et que la

ratification par l'UE de l'accord de Paris inclut ce dernier au cadre légal que l'Eurosystème doit respecter.

L'objectif de stabilité des prix est aussi pénétré par la question climatique. Comme on l'a montré en introduction, les conséquences du réchauffement climatique sont telles qu'elles génèrent un risque très important, pour l'Eurosystème, de ne pouvoir conduire correctement la politique monétaire de sorte à garantir la stabilité des prix. Incendies, inondations et tous les autres fléaux que porte ce processus auront sur l'économie et sur les sociétés des conséquences parfois inflationnistes, parfois déflationnistes, mais toujours très contrariantes pour la mise en œuvre de la politique monétaire et la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. Ce faisant, pour être en mesure de pouvoir remplir la mission que lui assignent les traités l'Eurosystème doit, en vertu de son objectif primaire aussi, intégrer la question climatique à sa politique monétaire.

Nous avons conclu de ce raisonnement qu'au regard de son mandat le SEBC a l'obligation d'incorporer la problématique du réchauffement climatique et de ses conséquences à son action.

Depuis l'accord de Paris du 12 décembre 2015, le sujet du réchauffement climatique s'est imposé aux banques centrales. Dans une étude menée sur les mandats des banques centrales du monde, Ulrich Volz explique que 54 banques centrales et unions monétaires ont un mandat prévoyant directement ou indirectement via les objectifs politiques de leur gouvernement de promouvoir la durabilité de l'économie[742]. Il ajoute que les mandats de 79 banques centrales et unions monétaires ne prévoient ni directement, ni indirectement d'objectif de durabilité mais que ces dernières ont néanmoins commencé à aborder les risques liés aux changements climatiques malgré tout.[743] Cela s'illustre notamment dans le succès qu'a connu le Réseau pour le

[742] VOLZ Ulrich, « Why two degrees matters to central banks », *Central Banking, Focus Report – Climate Change*, 2019.

[743] DIKAU Simon et VOLZ Ulrich, « Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance », *Ecological Economics*, 184, 2021.

verdissement de la finance ou NGFS pour *Network for Greening the Financial System*. Créé en 2017 pour fédérer les banques centrales souhaitant avancer sur la question du réchauffement climatique, ce réseau rassemble, fin 2024, 144 membres et 21 observateurs.

La conclusion que l'Eurosystème ait à intégrer le réchauffement climatique à la mise en œuvre de sa politique monétaire, de sorte à ce qu'elle contribue à la lutte contre ce processus, conduit à s'interroger sur les outils à sa disposition qu'il est possible d'adapter pour ce faire.
Les outils à la disposition des banques centrales sont communément regroupés en deux catégories, les instruments dits « conventionnels » et les instruments dits « non conventionnels », ces derniers étant apparus à la suite de la crise financière de 2008 et de la crise des dettes souveraines qui a suivi.

Avant de se pencher sur les outils de politique monétaire visant à parvenir à la stabilité des prix, on peut s'interroger sur le processus de mesure de la stabilité des prix lui-même. L'indicateur qui sert de boussole à l'Eurosystème pour orienter sa politique monétaire est l'IPCH qui mesure la variation du niveau général des prix. Cependant, en agrégeant de façon très large dans son calcul le prix des énergies fossiles cet indicateur conduit l'Eurosystème à vouloir lutter contre la hausse de leur prix. Ce qui est contradictoire par exemple avec le concept de taxe carbone qui au contraire cherche à faire augmenter le prix de ces ressources pour en dissuader l'usage. Se pose donc la question du verdissement de cet indicateur pour que le prix des énergies fossiles puisse augmenter sans induire de réaction de l'Eurosystème.

Les outils d'une politique monétaire conventionnelle sont les opérations de crédit et de refinancement ainsi que les réserves obligatoires. Auxquels on peut aussi ajouter le pendant à tout crédit et refinancement octroyé par l'Eurosystème : le collatéral. C'est-à-dire les garanties qui sont déposées en échange des liquidités octroyées par la banque centrale et qui permettent la bonne couverture de son bilan. Ces garanties que reçoit l'Eurosystème sont différemment résilientes vis-à-vis des

conséquences du réchauffement climatique. Ainsi, tout autant dans la perspective d'avoir la meilleure couverture possible que pour avoir un rôle proactif dans le verdissement de l'économie, l'Eurosystème doit poser la question du verdissement de sa politique de collatéral. Ce questionnement a été enclenché par l'Eurosystème en 2021 mais n'a pour l'heure pas abouti à la mise en œuvre de mesure concrète.
Schématiquement, le verdissement du collatéral peut passer par, soit les critères d'éligibilité des actifs pouvant être remis en collatéral, c'est-à-dire imposer aux contreparties souhaitant obtenir de la liquidité qu'elles apportent en échange de ces fonds un pool de garanties durables. Soit, le calcul des décotes appliquées à ces titres, de sorte à pratiquer une décote plus importante sur les titres émis par les entreprises les plus polluantes ou inversement une décote plus faible sur les titres les plus verts.

Avec une approche similaire, on peut verdir les réserves obligatoires en augmentant le coût des investissements polluants ou en diminuant celui des actifs durables lorsque ces actifs sont mobilisés auprès de la banque centrale. À chaque fois l'idée est simple, il s'agit d'exiger plus ou moins de réserves de la part des contreparties en fonction de leurs pratiques de financement.

Les opérations de refinancement, en fournissant la « liquidité banque centrale » au système financier, constituent l'un des piliers de la politique monétaire conventionnelle. Dans les années qui ont suivi la crise de 2008 les opérations de refinancement ont été assez largement remaniées et assouplies avec notamment l'allongement de la durée des prêts et le fait que le taux d'intérêt *in fine* appliqué dépendait des montants effectivement prêtés aux entreprises et aux ménages par les banques. Si bien que cet outil a été considéré comme un instrument non-conventionnel. Dans la perspective de verdir la politique monétaire de l'Eurosystème, on pourrait imaginer un verdissement des opérations de refinancement de sorte à appliquer un taux plus faible aux contreparties lorsque les fonds sont alloués à une activité durable ou verte. Inversement, le taux d'intérêt pourrait être majoré lorsque les fonds servent *in fine* au financement d'actifs très carbonés. Ce processus pourrait passer par le verdissement des opérations de refinancement existantes ou la création d'une opération

dédiée au refinancement des prêts les plus durables. Dans un cas comme dans l'autre, la durabilité du collatéral mobilisé, la durabilité de l'allocation des fonds ou encore le profil climatique des banques commerciales (alignement avec la taxonomie par exemple) semblent pouvoir constituer des indicateurs utilisables pour déterminer l'ajustement du taux d'intérêt ou même conditionner l'accès à la facilité de refinancement et les montants empruntables.

Les autres outils de politique monétaire non-conventionnelle et ceux qui ont cristallisé l'essentiel de l'attention, sont les programmes d'achats. Ces derniers ont permis à l'Eurosystème d'intervenir directement sur le marché obligataire pour acheter des obligations d'entreprises (CSPP) et d'entités publiques (PSPP), mais aussi des titres émis par des fonds communs de placement collectif (ABSPP) ou des obligations sécurisées (CBP3), et de lutter contre les effets de la COVID 19 sur l'économie (PEPP). L'idée étant d'injecter de la « liquidité banque centrale » sur les marchés pour qu'elle ruisselle et ce en contournant les banques qui étaient trop frileuses pour prêter dans ces moments troublés.

Ces mesures, et en particulier le CSPP, ont été très critiquées pour ne pas avoir pris en compte le profil climatique des émetteurs des titres achetés. L'Eurosystème étant accusé de faciliter le financement d'acteurs ayant des activités très émettrices de CO2. C'est pourquoi l'Eurosystème a entrepris de « tilter », ou d'orienter les achats effectués dans le cadre de ce programme pour pondérer à la hausse les acquisitions de titres d'entreprises durables, et à la baisse les achats d'obligations d'acteurs polluants. En tant que premier pas, cette initiative est louable, mais son impact s'est finalement révélé très modeste. En effet, les montants « réorientés » par ce ciblage des achats ne concernaient que les réinvestissements des obligations arrivant à échéance ; or en 2024, avec la fin des réinvestissements, cette mesure a *de facto* pris fin. Aujourd'hui, avec l'arrêt du réinvestissement dans le cadre de tous les programmes successivement, les portefeuilles de l'Eurosystème sont amenés à s'éteindre au fur et à mesure du remboursement des titres. Ce faisant, sauf mise en place d'une gestion active de son

portefeuille pour verdir le reliquat de titres restants, l'Eurosystème ne verdira pas d'avantage ses programmes d'achats.

L'importance des montants investis par l'Eurosystème dans le cadre des programmes d'achats confère à ces outils de politique monétaire un potentiel certain en vue de contribuer au verdissement du système financier. Cependant, on peut aussi pointer qu'en ne se focalisant que sur des titres très demandés sur le marché (en raison de leurs bonnes notations par exemple) et en intervenant principalement via le marché secondaire, l'Eurosystème s'est condamné à un effet indirect puisque le coupon des titres était déjà fixé. C'est davantage l'ajout de liquidité dans le système qui devait faire baisser globalement les coupons que le ciblage vers quelques titres durables, déjà très demandés et en partie déjà émis sur le marché. Il semblerait que la création d'un programme dédié à embrasser la problématique climatique autant que la stabilité des prix et qui s'astreindrait à inclure la question de son impact réel sur la décarbonation puisse être bien plus efficace. L'initiative de ciblage des achats de l'Eurosystème s'est sans doute un peu trop cantonnée à espérer d'hasardeuses retombées sur les titres durables.

Enfin, l'outil de politique monétaire le plus non-conventionnel qui soit et qui demeure aujourd'hui un outil théorique est la « monnaie hélicoptère ». Il nous semble que dans le cadre juridique présent et dans la perspective de verdir l'action de l'Eurosystème cet outil n'est pas le plus approprié. D'abord car il y a encore et toujours l'interdiction du financement monétaire, empêchant que cette création monétaire serve à financer le budget de l'État. Ensuite car cette création monétaire, si elle était destinée aux ménages, devrait être canalisée vers des produits durables (dépenses de rénovation énergétique par exemple) sans quoi elle ne serait qu'inflationniste et donc injustifiable hors d'un contexte macroéconomique déflationniste. En somme, si l'outil peut être séduisant théoriquement il paraît très compliqué à mettre œuvre.

Cet essai a donc proposé une typologie des outils de politique monétaire et de leur potentiel de verdissement. On a vu que la plupart des outils qu'utilise

l'Eurosystème peuvent être élaborés davantage, pour qu'à côté de l'objectif de stabilité des prix qu'ils visent, un objectif de durabilité et de verdissement du système financier y soit joint. Cependant, alors qu'en 2020 l'Eurosystème avait annoncé s'engager dans un processus de réflexion pour ce faire, plus de quatre ans après on peine à voir les mesures concrètes émerger. Le CSPP a bien été « tilté » pour permettre l'achat de plus de titres durables mais cela est à peu près tout. Les SLB qui peuvent être à présent remis en collatéral demeurent une classe d'actif très confidentielle et n'ont donc pas notablement contribué à verdir les garanties remises.

Nous l'avons vu, les traités européens et les Statuts de la BCE et du SEBC doivent être lus comme imposant à l'Eurosystème de prendre en compte le réchauffement climatique dans l'élaboration de sa politique monétaire. Une conclusion semble donc s'imposer, aujourd'hui l'Eurosystème n'intègre pas suffisamment la problématique du réchauffement climatique dans sa politique monétaire.
Cette conclusion appelle en retour à s'interroger sur le « risque juridique », pour reprendre l'expression du triptyque de Carney, auquel s'exposent BCE et SEBC. Autrement dit, pourrait-on envisager que la BCE et le SEBC soient attraits et condamnés devant les tribunaux de l'Union européenne pour manquement au respect de leur mandat ?

II- Eurosystème, réchauffement climatique et contentieux juridiques

Pour appréhender la nature des conséquences économiques induites par le réchauffement climatique et ses conséquences, dans cet essai nous avons abondamment renvoyé au triptyque élaboré par Marc Carney, le 29 septembre 2015 à l'occasion d'un discours à la Lloyd's. Carney y classait les dangers que le changement climatique fait peser sur le système financier en trois types de risques : physiques, de transition et juridiques (de responsabilité). Les risques physiques et de transition vont, en se matérialisant, impacter l'Eurosystème de plusieurs façons. Ils vont contrarier la mise en œuvre de la politique monétaire en influençant à la hausse ou à la baisse la stabilité des prix. Ils vont se répercuter sur le bilan de l'Eurosystème en impactant la valeur des titres détenus dans le cadre des programmes d'achats. Risques physiques et risques de transition vont de plus avoir des conséquences sur les titres remis en collatéral en dépréciant la valeur de certains d'entre eux.
Ce sont tous les aspects de la politique monétaire qui finiront par ressentir les effets du réchauffement climatique. Cependant, c'est le risque juridique qui va nous intéresser et en particulier celui auquel s'exposent les entités de Eurosystème, et notamment la BCE et à travers elle les banques centrales du SEBC. En outre, si comme on le défend ici l'Eurosystème ne respecte pas son mandat en n'intégrant pas (ou trop peu) la problématique climatique à son action, se pose la question du risque juridique auquel s'exposent la BCE et le SEBC. Pour discuter cela, un retour à la jurisprudence européenne est éclairant.

On a évoqué les arrêts CNTA contre Commission de 1975[744], et l'arrêt Roquette Frères contre État Français de 1977[745] dans lesquels les juges européens ont montré une franche réticence à restreindre la liberté d'appréciation des organes de l'UE, leur reconnaissant « un large pouvoir d'appréciation » que le juge doit se borner à examiner

[744] CJCE, « Arrêt du 23 avril 1975, Comptoir National Technique Agricole (CNTA) c. Commission, n°74-74 ».

[745] CJCE, « Arrêt du 20 octobre 1977, SA Roquette Frères c. Etat français – Administration des douane, n°29-77 ».

pour vérifier que son usage « n'est pas entachée d'une erreur manifeste ou de détournement de pouvoir ou si cette autorité n'a pas manifestement dépassé les limites de son pouvoir d'appréciation. »[746]

En 2006 Niall Lenihan expliquait que dans une perspective théorique, « la Cour européenne de justice, en tant qu'arbitre final de l'interprétation des traités, peut être appelée à déterminer si des mesures particulières adoptées par la BCE sont compatibles avec l'objectif principal du SEBC de maintenir la stabilité des prix. Mais, en pratique, on peut s'attendre à ce que la Cour accorde à la BCE un large pouvoir d'appréciation en ce qui concerne la formulation précise de la politique monétaire, à condition que l'élaboration par la BCE de ce que l'on entend par stabilité des prix soit fondée sur des motifs économiquement raisonnables. »[747]

La CJUE a eu l'occasion de conforter cette vision et ce courant de jurisprudence lorsqu'elle fut interrogée sur la politique monétaire du SEBC dans les arrêts Gauweiler[748] et Weiss[749].

Dans l'arrêt Gauweiler la CJUE pose en effet au point 68 que :

68. « En ce qui concerne le contrôle juridictionnel du respect de ces conditions, le SEBC étant appelé, lorsqu'il élabore et met en œuvre un programme d'opérations d'open market tel que celui annoncé dans le communiqué de presse, à procéder à des choix de nature technique et à effectuer des prévisions

---

[746] CJCE, « Arrêt du 20 octobre 1977, SA Roquette Frères c. Etat français – Administration des douane , n°29-77 », points 19-20.

[747] « As a matter of strict legal theory, the European Court of Justice, as the final arbiter regarding the interpretation of the Treaty, may be called upon to determine whether particular measures adopted by the ECB are consistent with the ESCB's primary objective to maintain price stability. In practice, the Court may be expected to accord the ECB a large degree of discretion with respect to the precise formulation of monetary policy, provided that the ECB's elaboration of what is meant by price stability is based on economically reasonable grounds. » LENIHAN Niall, « The Price Stability Mandate of the European System of Central Banks: A Legal Perspective », in *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law*, IMF, 2006, pp. 32-33. [« En théorie juridique stricte, la Cour européenne de justice, en tant qu'arbitre final pour l'interprétation du Traité, peut être appelée à déterminer si des mesures particulières adoptées par la BCE sont compatibles avec l'objectif principal du SEBC de maintenir la stabilité des prix. Mais en pratique, on peut s'attendre à ce que la Cour accorde à la BCE un large pouvoir d'appréciation en ce qui concerne la formulation précise de la politique monétaire, à condition que l'élaboration par la BCE de ce que l'on entend par stabilité des prix soit fondée sur des motifs économiquement raisonnables. »] (traduction libre).

[748] CJUE, « Arrêt du 16 juin 2015, Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag, n°C-62-14 ».

[749] CJUE, « Arrêt du 18 décembre 2018, Weiss, n°C-493/17 ».

et des appréciations complexes, il y a lieu de lui reconnaître, dans ce cadre, un large pouvoir d'appréciation »[750].

Jurisprudence qui se retrouve aussi dans l'arrêt Weiss de la CJUE au point 24 :

24. *« Ensuite, il y a, certes, lieu de reconnaître au SEBC, dans la mesure où il est appelé, lorsqu'il élabore et met en œuvre un programme d'opérations d'open market, à procéder à des choix de nature technique et à effectuer des prévisions et des appréciations complexes, un large pouvoir d'appréciation. Toutefois, il n'en demeure pas moins que la Cour est appelée à vérifier, dans le cadre de son contrôle du caractère proportionné aux objectifs de politique monétaire des mesures que comporte un tel programme, si le SEBC a commis une erreur manifeste d'appréciation à ce sujet. (...) »*[751]

Dans ce même arrêt la CJUE s'est aussi exprimée sur l'objectif primaire et la compréhension qu'en a la BCE, soulignant que :

55. *« À cet égard, il importe de souligner que les auteurs des traités ont fait le choix de définir l'objectif principal de la politique monétaire de l'Union, à savoir le maintien de la stabilité des prix, de façon générale et abstraite, sans déterminer précisément la manière dont ledit objectif devait être concrétisé sur le plan quantitatif.*

56. *Or, il n'apparaît pas que la concrétisation de l'objectif de maintien de la stabilité des prix comme le maintien, à moyen terme, de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de, 2 %, retenue depuis l'année 2003 par le SEBC, soit entachée d'une erreur manifeste d'appréciation et sorte du cadre établi par le traité FUE. Ainsi que l'a exposé la BCE, un tel choix peut être valablement fondé, notamment, sur l'imprécision des instruments de mesure de l'inflation, sur l'existence d'écarts sensibles d'inflation au sein de la zone euro et sur la nécessité de préserver une marge de sécurité pour prévenir l'apparition éventuelle d'un risque de déflation. »*[752]

---

[750] CJUE, *op. cit.*

[751] CJUE, *op. cit.*

[752] *Ibid.*

Sur la base d'une jurisprudence bien établie, la CJUE opère donc un contrôle restreint des activités du SEBC et de la BCE. Ce qui explique sans doute en partie le haut degré d'indépendance dont bénéficient la BCE et le SEBC. Le Professeur Martucci explique qu'il ressort de l'architecture constitutionnelle prévue par les traités que « la BCE dispose d'une indépendance particulièrement développée qui donne au juge un rôle constitutionnel tout particulier puisque la Cour de justice de l'Union européenne est la seule institution à pouvoir contrôler la banque centrale »[753].

L'idée que l'Eurosystème n'intègre pas suffisamment la problématique du réchauffement climatique dans sa politique monétaire appelle donc à mettre en parallèle ce contrôle restreint qu'opère la CJUE avec le développement des contentieux climatiques en Europe. En effet, ce sont ces contentieux qui illustrent la matérialisation du risque juridique, ou risque de responsabilité qu'évoquait Carney. Derrière la formule contentieux ou procès climatique, Judith Rochfled explique qu'il faut entendre « les procès menés par des individus ou des associations (quand ce ne sont pas des collectivités territoriales ou des villes) à l'encontre des États jugés insuffisamment actifs en matière de lutte contre le dérèglement climatique ou à l'encontre des entreprises impliquées dans les activités considérées comme particulièrement émettrices ».[754]

Pour rappel, en août 2020 Javier Solana recensait au niveau mondial 1614 litiges liés au changement climatique et indiquait que ce nombre était en augmentation.[755] En Europe, le domaine des contentieux climatiques a été marqué par l'affaire Urgenda qui a abouti à ce que la Cour suprême néerlandaise, par la décision du 20 décembre 2019,

---

[753] MARTUCCI Francesco, « Le contrôle par la Cour de justice de l'Union européenne des données empiriques soutenant la politique monétaire de la Banque centrale européenne », *Revue francaise d'administration publique*, N° 173, École nationale d'administration, 2020, p. 125.

[754] ROCHFELD Judith, « Le laboratoire des contentieux climatiques : nouvelles représentations, nouvelles participations, nouveaux standards d'actions », in *Les risques climatiques à l'épreuve du droit*, Mare & Martin, 2023, p. 145.

[755] SOLANA Javier, « Climate change litigation as financial risk », *Green Finance*, 2, Aims Press, 2020.

confirme que les objectifs de l'État néerlandais en matière de réduction des gaz à effet de serre étaient trop faibles.

En France, ces dernières années deux contentieux introduits contre l'État ont particulièrement retenu l'attention. L'un a été initié par le maire de la Commune de Grande-Synthe et l'autre par quatre ONG formant ce que l'on appelle « l'Affaire du Siècle » ou « Notre Affaire À Tous ». Marta Torre-Schaub explique que :

> *« Le développement de plusieurs contentieux climatiques en France depuis 2019 est aujourd'hui une réalité qui semblait impensable il y a à peine quelques années. Ces contentieux tendent d'ailleurs à se multiplier, tant la société civile trouve de nouvelles raisons d'agir en justice se fondant sur le fait que les dispositifs qui concernent les politiques climatiques ne sont pas bien adaptés. En effet, les obligations de diminution d'émissions de GES à un horizon 2030 puis 2050 fixées d'abord par l'Accord de Paris puis par les règlements européens n'ont pas toujours été bien suivies par les États. Si les objectifs de diminution sont intégrés dans les dispositifs législatifs ou réglementaires, les politiques de mise en œuvre de ces dispositifs ne sont pas forcément les plus adéquates. Cela génère un risque réglementaire pour « mal-adaptation » aux objectifs de réduction de GES, mais cela créé également les conditions d'un risque de contentieux. »*[756]

À propos de l'affaire Grande-Synthe, elle explique que « le constat de ce rapport entre le risque contentieux et le risque climatique à partir du rôle réglementaire de l'État s'est manifesté récemment dans plusieurs décisions de justice. La nécessité d'adapter les dispositions réglementaires et législatives a été confirmée par exemple par le Conseil d'État dans ses deux décisions Commune de Grande-Synthe. Du fait que les réglementations existantes, telles que formulées, ne permettaient pas d'honorer les objectifs de diminution de GES à l'horizon 2050, le Conseil d'État en déduit la

[756] TORRE-SCHAUB Marta, « Le risque de transition, une tragédie des horizons évitable ? La montée en puissance du risque contentieux climatique », in *Les risques climatiques à l'épreuve du droit*, Mare & Martin, 2023, p. 126.

nécessité de revoir à la hausse les politiques climatiques. »[757] Elle ajoute que cette décision s'inscrit dans un mouvement jurisprudentiel que l'on peut observer en Europe et dans le Monde, avec par exemple « une décision rendue par la cour d'appel royale de Londres statuant dans une décision sur l'aéroport de Heathrow et par l'Irlande dans une décision datant du 31 août 2020. »[758] Sur l'affaire dite du siècle, Marta Torre-Schaub explique que le sens implicite de la décision du juge administratif est de se prononcer « sur le fait que, telle que formulée actuellement, la réparation d'un préjudice écologique créé à l'atmosphère, dont l'origine se trouve dans l'inaction de l'État, pourrait être améliorée. »[759]

Surtout, elle conclut que le risque de contentieux climatique est bien présent dans notre système juridique et augmente au fil des mois. À ses yeux :

> *« Les contentieux climatiques ne s'amplifient pas parce qu'il y a davantage de législations contraignantes. Le risque des contentieux augmente du fait que les acteurs (publics et privés) n'ont pas encore bien intégré la nécessaire adaptation de leurs politiques et de leurs activités au changement de paradigme réglementaire et législatif. Ce changement, pourtant déjà en cours, a été amorcé au niveau international par l'Accord de Paris en 2015 et par le droit européen depuis 2017 et par les premiers contentieux climatiques à grand impact comme l'affaire Urgenda en 2015. Ce jugement pionnier a bien montré, déjà à l'époque, la montée du risque réglementaire pour l'État du fait de la mal-adaptation législative au nécessaire changement de paradigme. Avec une deuxième affaire également emblématique aux Pays-Bas (affaire Shell), adressée à un acteur privé, c'est à nouveau le risque réglementaire et contentieux qui semble inévitable pour les entreprises. Il est ainsi le moment d'admettre, pour l'État et pour les acteurs privés, que les risques de transition ne se dessinent plus à l'horizon, mais qu'ils sont déjà parmi nous. »*[760]

---

[757] *Ibid.*, p. 127.

[758] *Ibid.*, p. 129.

[759] *Ibid.*, p. 130.

[760] *Ibid.*, p. 143.

Peut-être se dessine ici une ligne de front entre deux courants de jurisprudences qui pourraient s'affronter. D'une part, le très ancré « contrôle restreint » qu'opèrent les juges européens sur la BCE et le SEBC, surtout sur les questions touchant à la politique monétaire. D'autre part, l'augmentation des contentieux visant les États (et acteurs privés) leur reprochant, en bref, leur inaction face au changement climatique. À cet égard, il se peut que la BCE puisse être la cible d'un tel contentieux puisqu'au regard de son mandat, il nous semble que l'Eurosystème n'intègre pas suffisamment la problématique du réchauffement climatique dans son action.

Cependant, en l'état de la jurisprudence européenne, on imagine difficilement la CJUE entrer en voie de condamnation contre la BCE pour inaction climatique, de crainte sans doute d'amoindrir la forte indépendance dont jouissent BCE et SEBC. Cette indépendance a en effet trouvé une consécration constitutionnelle avec l'article 130 du TFUE : *« Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par les traités et les statuts du SEBC et de la BCE, ni la Banque centrale européenne, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions, organes ou organismes de l'Union, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. »*

La CJCE ayant pour sa part précisé en 2003, dans un arrêt Commission contre BCE, que cet article vise à : *« préserver la BCE de toutes pressions politiques afin de lui permettre de poursuivre efficacement les objectifs assignés à ses missions, grâce à l'exercice indépendant des pouvoirs spécifiques dont elle dispose à ces fins en vertu du traité CE et des statuts du SEBC. »*[761]

Pour le dire autrement, l'indépendance de la BCE et des banques centrales nationales de l'Eurosystème est ce qui semble pouvoir les « protéger » d'une décision des juges européens mettant en exergue l'inadéquation de la politique monétaire conduite avec les enjeux climatiques. Ce faisant, au regard des enjeux à l'œuvre l'on

[761] CJCE, « Arrêt du 10 juillet 2003, Commission c. BCE, C-11/00 », 2003.

doit s'interroger un instant sur l'opportunité de maintenir une indépendance aussi forte pour une institution en mesure de jouer un rôle déterminant dans le processus de verdissement de la finance et qui jusqu'à présent, de fait, s'y refuse en partie.

III- L'indépendance des banques centrales en question face au réchauffement climatique

On a vu que l'indépendance des banques centrales était justifiée par plusieurs arguments. Le principal semble être l'idée défendue par les monétaristes qu'il en va de la crédibilité des banques centrales puisque dans la main des gouvernements elles sont amenées à prendre en compte d'autres considérations que celles visant à parvenir à la stabilité des prix. Autrement dit, l'efficacité de la politique monétaire pour parvenir à la stabilité des prix est perçue comme dépendant de la crédibilité de la banque centrale qui elle-même dépend de son indépendance. En Europe, les traités et la jurisprudence des juges européens ont consacré une indépendance très forte de la BCE et des banques centrales nationales de l'Eurosystème (A). Face à la problématique du réchauffement climatique et la réponse trop timorée de l'Eurosystème, cette notion se questionne (B).

A) Consécration juridique de l'indépendance de la BCE et des banques centrales nationales de l'Eurosystème

Cette indépendance, la BCE et le SEBC en jouissent en vertu de l'article 130 du TFUE et avant lui de l'article 108 du TCE. La CJCE a eu à se prononcer sur cette question dans son arrêt Commission contre BCE de 2003, aussi dit arrêt OLAF en référence à l'Office européen de lutte antifraude. Les jugent y posent que :

130. « aux fins de se prononcer sur le moyen soulevé par la BCE, il convient de relever d'emblée que les auteurs du traité CE ont manifestement entendu garantir que la BCE soit à même de s'acquitter de manière indépendante des missions qui lui sont confiées par ce traité. »[762]

134. « (...) l'article 108 CE vise, en substance, à préserver la BCE de toutes pressions politiques afin de lui permettre de poursuivre efficacement les objectifs assignés à

[762] *Ibid.*

ses missions, grâce à l'exercice indépendant des pouvoirs spécifiques dont elle dispose à ces fins en vertu du traité CE et des statuts du SEBC. »[763]

Dans ses conclusions, l'avocat général Jacobs développait cette idée en expliquant que :

150. « Cet article consacre, selon ses propres termes, le principe d'une banque centrale indépendante. Comme le note la BCE elle-même, il est évident que l'indépendance ainsi affirmée n'est pas une fin en soi ; elle sert un objectif précis. En mettant les organes de décision de la BCE à l'abri de la pression politique, le principe d'indépendance vise à permettre à la BCE de poursuivre efficacement l'objectif de la stabilité des prix et, dans le respect de cet objectif, à soutenir les politiques économiques de la Communauté ainsi que l'exige l'article 105, paragraphe 1, CE. »[764]

152. « La BCE jouit d'une indépendance institutionnelle puisqu'elle a été dotée d'une personnalité juridique distincte de celle de la Communauté et n'a pas d'instructions à demander ou recevoir de quelque autre institution ou organisme communautaire que ce soit dans l'accomplissement de ses missions. Les institutions, organes et organismes de la Communauté – à l'exception notable de la Cour de justice – n'ont pas le pouvoir d'approuver, de suspendre, d'annuler ou de faire respecter les décisions de la BCE, pas plus que les institutions ne sont en droit de prendre part au vote lors des réunions du directoire et du conseil des gouverneurs. De plus, le traité a habilité la BCE à adopter des règlements, décisions, recommandations et avis considérés comme nécessaires pour l'accomplissement de certaines missions, et, comme nous l'avons déjà dit, à arrêter les règles internes régissant son organisation interne ainsi que le régime applicable à son personnel. »[765]

---

[763] *Ibid.*

[764] JACOBS M. F. G., « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Commission des Communautés Européennes contre Banque Centrale Européenne, C-11/00 », 2022.

[765] *Ibid.*

155. *« Il résulte clairement de ce bref rappel que le traité et les statuts confèrent à la BCE un haut degré d'indépendance équivalent, voire même supérieur à celui dont jouissaient les banques centrales nationales avant la réforme entreprise au niveau national pour se conformer aux conditions d'entrée dans l'Union monétaire. Cependant, le principe de l'indépendance n'implique pas une séparation totale ni une absence complète de coopération avec les institutions, organes et organismes de la Communauté. Le traité interdit seulement les influences susceptibles de compromettre la capacité de la BCE à s'acquitter de ses missions de façon effective en vue d'assurer la stabilité des prix, et qui doivent, de ce fait, être considérées comme non souhaitables. »*[766]

Au regard de ces extraits, Niall Lenihan souligne qu'en examinant la portée de l'indépendance de la BCE, la Cour et l'avocat général ont formulé un certain nombre d'observations soulignant le lien important entre l'objectif de stabilité des prix et le principe d'indépendance de la banque centrale.[767]

Par le passé, la question de l'indépendance de la BCE a pu susciter en doctrine des débats. Par exemple, certains auteurs ont pu avancer que son indépendance et sa personnalité juridique distincte en vertu du Traité en faisaient « une organisation spécialisée indépendante du droit communautaire, indépendante des Communautés européennes (bien qu'associée à celles-ci). »[768] D'autres auteurs voyant en la BCE plus simplement la Banque centrale de la Communauté européenne.[769] Dans l'arrêt OLAF la CJCE vient trancher ce débat, soulignant

---

[766] *Ibid.*

[767] « In considering the scope of the ECB's independence, both the Court and the advocate general, in his advisory opinion to the Court, made a number of observations highlighting the important link between the objective of price stability and the principle of central bank independence. » LENIHAN Niall, « The Price Stability Mandate of the European System of Central Banks: A Legal Perspective », in *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law*, IMF, 2006, p. 23. [« En examinant la portée de l'indépendance de la BCE, la Cour et l'avocat général, dans ses conclusions générales à la Cour, ont formulé un certain nombre d'observations soulignant le lien important entre l'objectif de stabilité des prix et le principe d'indépendance de la banque centrale. »] (traduction libre).

[768] Traduction libre depuis : « an independent specialised organisation of Community law, independent from (albeit associated with) the European Communities », ZILIOLI Chiara et SELMAYR Martin, *The law of the European Central Bank*, Hart, 2004, pp. 29-32.

[769] TORRENT Ramon, « Whom is the European Central Bank the central bank of? : Reaction to Zilioli and Selmayr », *Common Market Law Review*, 36, 1999, p. 1229.

que le mandat du SEBC était particulièrement pertinent pour comprendre la position constitutionnelle de la BCE au sein de l'ordre juridique communautaire. En effet, à l'occasion de cet arrêt, l'avocat général Jacobs développe les observations suivantes:

57. « En premier lieu, si les États membres ont envisagé la possibilité de définir les règles relatives à la politique monétaire et au SEBC dans un « pilier monétaire » distinct dans le cadre du traité sur l'Union européenne, ils ont choisi d'intégrer ces questions dans le traité CE. La création d'une union monétaire a donc été ajoutée aux missions de la Communauté énumérées à l'article 2 CE ; la BCE a été créée par l'article 8 du traité CE, et toutes les dispositions régissant son statut constitutionnel ont été placées dans le traité CE et dans ses statuts qui, en tant que protocole annexé à ce traité, font partie du droit communautaire primaire. (...)

59. En troisième lieu, la BCE est – conformément au principe de l'État de droit inscrit à l'article 6 du traité sur l'Union européenne – liée par le droit communautaire et soumise au contrôle juridictionnel de la Cour de justice. De plus, si les comptes de la BCE sont contrôlés par des commissaires aux comptes externes désignés par la BCE, sous réserve de l'approbation du Conseil, l'efficacité de sa gestion relève des attributions de la Cour des Comptes.

60. Il résulte de ces éléments, ainsi que le fait observer la Commission, que la BCE fait partie intégrante de l'ordre juridique communautaire. Le statut particulier de la BCE à l'intérieur de cet ordre — qui la distingue, d'une part, des institutions et, d'autre part, des agences et offices créés par le droit communautaire dérivé — ne peut, à notre sens, conduire à la conclusion que la BCE n'est pas un organisme faisant partie de la Communauté. La BCE est soumise aux principes généraux du droit qui font partie du droit communautaire, et contribue à la réalisation des objectifs de la Communauté tels qu'énumérés à l'article 2 CE, à travers la mise en œuvre des missions et obligations qui lui sont conférées. On peut par conséquent la décrire comme la Banque centrale de la Communauté européenne; il serait déplacé de la qualifier, comme l'ont fait certains auteurs, d'organisation « indépendante de la Communauté européenne », de « Communauté dans la Communauté », de « nouvelle

Communauté » ou même d'entité étrangère à la notion d'organe ou d'organisme institué par ou en vertu du traité, au sens du règlement n°1073/1999. »[770]

La Cour a consacré ce raisonnement dans son arrêt Commission contre BCE en posant notamment que :

91. « Deuxièmement, le fait même qu'un organe ou un organisme tire son existence du traité CE suggère qu'il a été conçu en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté européenne et l'inscrit dans le cadre communautaire, si bien que les moyens dont il dispose par l'effet dudit traité présentent par nature un intérêt financier propre et direct pour celle-ci.

92. S'agissant plus spécifiquement de la BCE, force est de constater à cet égard que, ainsi qu'il ressort des articles 8 CE et 107, paragraphe 2, CE, elle a été instituée et revêtue de la personnalité juridique par le traité CE. En outre, ainsi qu'il ressort du libellé des articles 4, paragraphe 2, et 105, paragraphe 1, CE, le SEBC, au coeur duquel figure la BCE, a pour objectif principal de maintenir la stabilité des prix, et sans préjudice de cet objectif, d'apporter son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté européenne, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de celle-ci tels que définis à l'article 2 CE, au rang desquels figurent, notamment, l'établissement d'une union économique et monétaire ou encore la promotion d'une croissance durable et non inflationniste. Il s'ensuit que la BCE s'inscrit, en vertu du traité CE, dans le cadre communautaire. »[771]

Désormais, il n'y a donc plus de doute quant à l'intégration de la BCE dans le cadre communautaire et quant au fait qu'elle bénéficie néanmoins d'une forte indépendance contre l'ingérence politique de sorte à lui permettre de poursuivre les objectifs qui lui sont assignés.

[770] JACOBS M. F. G., « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Commission des Communautés Européennes contre Banque Centrale Européenne, C-11/00 », 2022.

[771] CJCE, « Arrêt du 10 juillet 2003, Commission c. BCE, C-11/00 », 2003.

L'indépendance vis-à-vis des gouvernements est donc jalousement gardée par les traités et la jurisprudence de la Cour européenne. Nous avançons ici l'idée qu'au regard de son mandat, l'Eurosystème conduit une politique monétaire insuffisamment inclusive de la question du climat, mais que ce fort degré d'indépendance le place probablement dans une situation où la CJUE n'oserait pas entrer en voie de condamnation pour sanctionner cela. Cette situation nous conduit donc à questionner cette notion d'indépendance des banques centrales dans le contexte du réchauffement climatique.

B) Indépendance de l'Eurosystème et réchauffement climatique

Les diatribes adressées par Donald J. Trump à Jerome Powell, lui reprochant notamment de ne pas baisser les taux directeurs de la FED suffisamment vite et allant jusqu'à le menacer de le limoger,[772] ont de fait menacé l'indépendance de la FED, relançant du même coup un débat pourtant figé. Ici, il n'est pas question de rouvrir en grand ce débat et encore moins d'aller dans le sens du Président américain. Il nous semble en effet que l'irruption du politique, avec son agenda souvent « courtermiste », dans la conduite de la politique monétaire n'est pas souhaitable. Cependant, l'indépendance des banques centrales, et en particulier celle des banques centrales de l'Eurosystème, nous parait, à l'heure du réchauffement climatique, pouvoir appeler les remarques suivantes.

D'abord, Stefan Eich, dans la continuité de la pensée de Christine Desan, explique que toutes les communautés politiques ont besoin d'outils de réciprocité pour établir des relations civiques entre les citoyens et que la monnaie, au même titre que les lois par exemple, en est un. Ce faisant, la monnaie peut contribuer à créer et maintenir les conditions préalables à la politique et en particulier à la démocratie. Il ajoute que la monnaie est essentielle pour la formulation et la poursuite de la justice. En effet, le contrôle de l'étalon monétaire permet la stabilité de la valeur de la monnaie mais affecte aussi la capacité des communautés politiques à définir la valeur sociale, à distribuer les ressources et à promulguer des compensations, des amendes et des réparations. Enfin, Eich souligne que la

[772] LEPARMENTIER Arnaud, « Donald Trump menace sérieusement de limoger le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell », *Le Monde*, 17 avril 2025.

monnaie est une institution politique fondée sur des formes d'imagination collective qui relient le présent au passé et à l'avenir.[773] Pour Eich, la monnaie est toujours plus qu'un simple outil, nous ne faisons jamais que fabriquer de la monnaie, la monnaie nous façonne également.[774] Dans le même sens, David McWilliams, explique que « au cours des 5 000 dernières années, l'argent a profondément modifié l'humanité ainsi que les relations entre hommes et entre l'homme et le reste de la planète. Il s'agit sans doute de la technologie la plus déterminante de l'Homo sapiens ».[775]

Le postulat d'Eich est donc que la monnaie revêt un caractère politique tout à fait central et il fait remarquer qu'elle a été comprise comme telle par les penseurs de l'Antiquité tel qu'Aristote par exemple. Néanmoins il relève qu'à partir de Locke, la monnaie, comme le langage, vont être pensés comme partageant une instabilité et une corruptibilité mais que contrairement au langage, la monnaie peut être stabilisée en étant adossée à un métal

---

[773] « When I speak of the politics of money, I have a more fundamental sense of politics in mind. First, all political communities require tools of reciprocity to achieve civic relations among citizens. Money is one such tool alongside law and civic speech. As such, money can help to create and maintain the preconditions for politics, especially democratic politics. (…)

Second, money is an essential tool for the formulation and pursuit of justice. Control over the monetary standard entails more than just whether the value of money will be stable; it also affects the very ability of political communities to define social value, distribute resources, and enact compensations, fines, and reparations. (…)

Third, money is a political institution based on forms of collective imagination that connect the present to the past and the future. » EICH Stefan, *The currency of politics*, Princeton University Press, 2022, pp. 7-8. [« Lorsque je parle de la politique de la monnaie, je pense à un sens plus fondamental de la politique. Tout d'abord, toutes les communautés politiques ont besoin d'outils de réciprocité pour établir des relations civiques entre les citoyens. La monnaie est l'un de ces outils, au même titre que la loi et le discours civique. En tant que tel, l'argent peut contribuer à créer et à maintenir les conditions préalables à la politique, en particulier à la politique démocratique. (...) Deuxièmement, la monnaie est un outil essentiel pour la formulation et la poursuite de la justice. Le contrôle de l'étalon monétaire ne se limite pas à la stabilité de la valeur de la monnaie ; il affecte également la capacité même des communautés politiques à définir la valeur sociale, à distribuer les ressources et à promulguer des compensations, des amendes et des réparations. (...) Troisièmement, la monnaie est une institution politique fondée sur des formes d'imagination collective qui relient le présent au passé et à l'avenir. »] (traduction libre)

[774] « Money is always more than a simple tool. We never simply make money. Money also makes us. » *Ibid.*, p. 21. [« La monnaie est toujours plus qu'un simple outil. Nous ne faisons jamais que fabriquer de la monnaie. La monnaie nous fait également.»] (traduction libre)

[775] Traduction libre depuis : « Over the past 5,000 years, money has profoundly altered humanity and our relationships with each other and with the rest of the planet. It is arguably the defining technology of Homo sapiens. » MCWILLIAMS David, *Money*, Simon & Schuster, Limited, 2024, p. 8.

précieux, la soustrayant ainsi à toute ingérence politique et la dépolitisant ainsi de fait.[776] Pour Eich, cette tentative de placer la monnaie au-delà du politique est centrale aux théories politiques libérales modernes[777] et elle va trouver une traduction directe dans le tournant anti-inflationniste des années 1980 qui a (de nouveau) rendu plausible l'idée que la monnaie n'était qu'un simple outil de fonctionnement économique.[778]

Cependant, Eich défend la thèse que « la monnaie ne peut pas être retirée de la politique mais seulement être « encastrée » contre la démocratie. Cela signifie qu'une grande partie de ce qui passe pour la dépolitisation de la monnaie est un tour de passe-passe qu'il serait plus exact de décrire comme la dé-démocratisation de la monnaie. »[779] Pour Eich, si en période de calme il est possible de réduire la monnaie à un intermédiaire aux échanges totalement neutre, la crise financière a rendu beaucoup plus difficile de dissimuler la nature structurante de la monnaie et les choix politiques qui lui sont inhérents. En effet, les banques

---

[776] « Locke thought that language and money shared a pervasive instability and corruptibility. But money – unlike language – could be stabilized by tying it to the empirical concept of a substance in the form of silver or gold. This would remove money from discretionary political meddling, thereby effectively depoliticizing it. » EICH Stefan, *op. cit.*, p. 51. [« Locke pensait que le langage et la monnaie partageaient une instabilité et une corruptibilité omniprésentes. Or, contrairement au langage, la monnaie pouvait être stabilisé en le liant au concept empirique d'une substance, l'argent ou l'or. Cela soustrairait la monnaie à toute ingérence politique discrétionnaire, la dépolitisant ainsi de fait. »] (traduction libre).

[777] « In reconstructing Locke's argument, I emphasized the roots of what I take to be a key paradox of all modern liberal political theories of money: namely, that the political conventional nature of money is enforced by the state but at the same time shielded against direct political interference in an attempt to establish money as somehow beyond politics. » *Ibid.*, p. 78. [« En reconstruisant l'argument de Locke, j'ai mis l'accent sur les racines de ce que je considère comme un paradoxe clé de toutes les théories politiques libérales modernes de la monnaie : à savoir que la nature politique conventionnelle de la monnaie est imposée par l'État mais en même temps protégée contre toute interférence politique directe dans une tentative d'établir la monnaie comme étant en quelque sorte au-delà de la politique. »] (traduction libre)

[778] « Where the contestations and politicizations of monetary relations during the 1970s had served as a reminder of their political nature, the anti-inflationary turn of the 1980s rendered plausible once more the idea that money was a mere tool of economic functioning. Its contested political foundations had become once more invisible. » *Ibid.*, p. 201. [« Alors que les contestations et politisations des relations monétaires au cours des années 1970 avaient rappelé leur nature politique, le tournant anti-inflationniste des années 1980 a rendu à nouveau plausible l'idée que la monnaie n'était qu'un simple outil de fonctionnement économique. Ses fondements politiques contestés étaient redevenus invisibles. »] (traduction libre)

[779] Traduction libre depuis : « Money cannot be removed from politics but only be "encased" against democracy. This means that much of what passes as the depoliticization of money is a sleight of hand that would be more accurately described as the de-democratization of money. Unsurprisingly, this antidemocratic politics is rarely spelled out openly. » *Ibid.*, p. 19.

centrales se sont révélées être des agents dotés d'un vaste pouvoir discrétionnaire et la monnaie est apparue une fois de plus comme une construction de notre imagination collective.[780] Pourtant, les banques centrales sont des institutions qui, de par leur indépendance, ont été très largement sorties du champ du démocratique. Avec ironie, Eich fait remarquer qu'initialement il était loin d'être évident qu'il faille choisir entre la démocratie et l'inflation.[781]

En somme, l'indépendance des banques centrales est vue par Eich comme l'aboutissement d'un processus politique visant à « dé-démocratiser » la monnaie, ou autrement dit à sortir cet outil pourtant éminemment politique et social du champ démocratique. Comme déjà évoqué, chaque période de crise (guerre, crash financier, pandémie) a imposé un retour (remarqué) des banques centrales dans le concert des institutions, prouvant une fois de plus la nature politique de leur action. Aujourd'hui, nos sociétés sont face à la crise climatique, une crise d'une nature différente mais tout aussi mortifère. Cette crise appelle à un engagement sans précédent de nos institutions, les banques centrales ne pourront s'y dérober. Plus encore, les banques centrales ne peuvent se draper dans le voile de leur indépendance et rester aveugles aux enjeux structurants de notre temps. Au contraire, l'indépendance des banques centrales doit pouvoir leur permettre de conduire

[780] « In calm times it had been possible to reduce money to a seemingly neutral means of economic exchange. During the financial crisis it became exponentially harder to disguise the formative nature of fiat money and the political choices inherent in it. Central banks were revealed as agents with vast discretion in a system that was supposed to be without alternatives. As the veil, money emerged once more as a construct of our collective imagination, after all not immune to questions of justice and justification. » *Ibid.*, p. 205. [« En période de calme, il était possible de réduire la monnaie à un moyen d'échange économique apparemment neutre. Pendant la crise financière, il est devenu exponentiellement plus difficile de dissimuler la nature structurante de la monnaie et les choix politiques qui lui sont inhérents. Les banques centrales se sont révélées être des agents dotés d'un vaste pouvoir discrétionnaire dans un système censé être sans alternative. En tant que voile, la monnaie est apparue une fois de plus comme une construction de notre imagination collective, après tout non immunisée contre les questions de justice et de justification. »] (traduction libre)

[781] « Now the "anti-inflationary hysteria" offered them a golden opportunity to realize their plans. But it was far from clear that one had to choose between democracy and inflation. And even if that was the choice and if inflation was the price democracies had to pay for social struggle, was it so obvious that it was democracy that would have to give way? » *Ibid.*, p. 198. [« L'« hystérie anti-inflationniste » leur offrait une occasion en or de réaliser leurs projets. Mais il était loin d'être évident qu'il fallait choisir entre la démocratie et l'inflation. Et même si tel était le choix et si l'inflation était le prix que les démocraties devaient payer pour la lutte sociale, était-il si évident que c'était la démocratie qui devait céder la place ? »] (traduction libre)

une action sur le temps long, une action qui ne soit pas soumise aux aléas des changements de majorités. Derechef, l'indépendance dont jouissent la BCE, et les banques centrales nationales, ne doit pas empêcher la CJUE de sanctionner l'Eurosystème si elle devait, comme nous le défendons ici, considérer que son mandat l'oblige à intégrer davantage la problématique du réchauffement climatique à sa politique monétaire. Ce n'est qu'à ce prix qu'une parcelle du processus de « dé-démocratisation » de la monnaie sera reconquise. Pour aller plus loin dans cette équipée, une piste est de repenser dans sa globalité le processus de création monétaire, pour ré-enchasser ce commun qu'est la monnaie en outil au service de la société. En effet, comme le rappelle John Maynard Keynes *« La monnaie est, avant tout, un moyen subtil de lier le présent à l'avenir »*[782].

[782] KEYNES John Maynard, *The collected writings of John Maynard Keynes*, Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 2013, p. 294.

Bibliographie

Les références documentaires et la bibliographie ont été générées par le logiciel Zotero (https://www.zotero.org/).

I- Traités et ouvrages

AGLIETTA Michel et VALLA Natacha, *Le futur de la monnaie*, Paris, Odile Jacob, 2021, 311 p.

BERNANKE Ben S., *The courage to act: a memoir of a crisis and its aftermath*, Paperback edition, New York, NY, W.W. Norton & Company, 2015, 624 p.

BERNANKE Ben S., LAUBACH Thomas, MISHKIN Frederic S. *et al.*, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton, NJ, Princeton University Press, 2001, 392 p.

BLUMANN Claude et DUBOUIS Louis, *Droit institutionnel de l'Union européenne*, 5e éd, Paris, LexisNexis, 2013, 864 p.

BONNEAU Thierry, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 5e éd, Bruxelles, Bruylant, 2020, 1268 p.

BOUTAUD Aurélien et GONDRAN Natasha, *Les limites planétaires*, Paris, la Découverte, 2020, 128 p.

CHEMAIN Régis, *L'Union économique et monétaire: aspects juridiques et institutionnels* [microfiche], A. Pedone, 1995, 479 p.

CLERC Olivier et KAUFFMANN Pascal, *L'Union économique et monétaire européenne: des origines aux crises contemporaines*, Paris, Editions A. Pedone, 2016, 359 p.

COPPOLA Frances, *The case for people's quantitative easing*, Medford, MA, Polity, 2019, 147 p.

DESAN Christine, *Making money: coin, currency, and the coming of capitalism*, First Edition, Oxford, United Kingdom, Oxford University Press, 2014, 478 p.

DIETSCH Peter, CLAVEAU François, FONTAN Clément *et al.*, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts ?*, 2019, 129 p.

DUBOUIS Louis et BLUMANN Claude, *Droit matériel de l'Union européenne*, 7e éd, Issy-les-Moulineaux, LGDJ-Lextenso éditions, 2015, 863 p.

DUPUY Jean-Pierre, *Pour un catastrophisme éclairé: quand l'impossible est certain*, Paris, Éditions du Seuil, 2002, 214 p.

EICH Stefan, *The currency of politics: the political theory of money from Aristotle to Keynes*, Princeton, Princeton University Press, 2022, 320 p.

ESTÈVE Adrien, *Géopolitique de l'environnement*, Paris, Que sais-je ?, 2024, 128 p.

FAUGÈRE Jean-Pierre, *La monnaie et la politique monétaire*, Seuil, 1996, 95 p.

FISHER Irving, *100 % monnaie*, Paris, Classiques Garnier, 2019, 283 p.

FONBAUSTIER Laurent, *Environnement*, Paris, Anamosa, 2021, 102 p.

FOUCAULT Michel, *Leçons sur la volonté de savoir suivi de Le savoir d'Oedipe: cours au Collège de France, 1970-1971*, [Nouvelle] éd. revue, Paris, Éditions Points, 2021, 385 p.

FOUCAULT Michel, *Naissance de la biopolitique: cours au Collège de France, 1978-1979*, Paris, Gallimard : Seuil, 2004, 355 p.

FRIEDMAN Milton, *The optimum quantity of money and other essays*, First published, Chicago, Aldine Publishing Company, 1969, 296 p.

GARY Romain, *La nuit sera calme*, Paris, Gallimard, 1992, 361 p.

GRAEBER David, *Dette: 5000 ans d'histoire*, Chemla Françoise et Chemla Paul (trad.), Arles, Actes sud, 2016, 672 p.

GRANDJEAN Alain, *Agir sans attendre: notre plan pour le climat*, Paris, Liens qui libèrent, 2019, 109 p.

GRANDJEAN Alain et LEFOURNIER Julien, *L'illusion de la finance verte*, Ivry-sur-Seine, Ed. de l'Atelier, 2021, 243 p.

HAYEK Friedrich, *Pour une vraie concurrence des monnaies*, Paris, PUF, 2015, 272 p.

HAYEK Friedrich, *La route de la servitude*, 5e éd, Paris, PUF, 2010, 176 p.

JOUZEL Jean et LARROUTUROU Pierre, *Pour éviter le chaos climatique et financier*, Paris, Odile Jacob, 2017, 419 p.

KELTON Stephanie, *The deficit myth: modern monetary theory and how to build a better economy*, [s. l.], [s. n.], 2020.

KEYNES John Maynard, *The collected writings of John Maynard Keynes: volume 7: the general theory of employment, interest and money*, Cambridge University Press for the Royal Economic Society, 2013, 325 p.

KLEIN Naomi, *Hot money*, London, Penguin Books, 2021, 114 p.

KNAPP Georg Friedrich, *The state theory of money*, San Diego, CA, Simon Publications, Inc., 2003, 324 p.

LE HÉRON Edwin, *À quoi sert la Banque centrale européenne?*, Paris, La Documentation française, 2013, 233.

LIBCHABER Rémy, *Recherches sur la monnaie en droit privé*, Paris, Libr. générale de droit et de jurisprudence, 1992, 423 p.

MALM Andreas, *Comment saboter un pipeline*, Paris, la Fabrique, 2020, 210 p.

MANN Frederick Alexander, *The legal aspect of money*, 5th ed, Oxford, Clarendon Press ; Oxford University Press, 1992, 599 p.

MARTUCCI Francesco, *L'ordre économique et monétaire de l'Union européenne* [microfiche], Bruylant, 2015, 1271 p.

MARX Karl et ENGELS Friedrich -, *Manifeste du parti communiste, 1848 ; Critique du programme de Gotha, 1875*, Paris, Libr. générale française, 2019, 155 p.

MASSON-DELMOTTE Valérie, *Face au changement climatique*, Paris, CNRS éditions De vive voix, 2024, 87p.

MCWILLIAMS David, *Money: A Story of Humanity*, 1st ed, New York, Simon & Schuster, Limited, 2024, 400 p.

MEADOWS Donella H, MEADOWS Dennis L et RANDERS Jørgen, *Les limites à la croissance: dans un monde fini : le rapport Meadows, 30 ans après*, [s. l.], Raison d'Agir, 2017, 484 p.

MITCHELL William et FAZI Thomas, *Reclaiming the State: a progressive vision of sovereignty for a post-neoliberal world*, London, Pluto Press, 2017, 302 p.

MONNET Eric, *La Banque-providence: Démocratiser les banques centrales et la monnaie*, [s. l.], Seuil et La République des Idées, 2021, 132 p.

OLSZAK Norbert, *Histoire des banques centrales*, Paris, Presses universitaires de France, 1998, 128 p.

ORWELL George, *Tels, tels étaient nos plaisirs et autres essais (1944-1949)*, Paris, Éditions Ivrea : Éditions de l'Encyclopédie des nuisances, 2005, p313.

PELLET Rémi, *Droit financier public*, 2e éd. refondue et actualisée, Paris, PUF, 2018, 748 p.

PISTOR Katharina, *The code of capital: how the law creates wealth and inequality*, Princeton, Princeton University Press, 2019, 297 p.

PROCTOR Charles, *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, First Edition, Oxford, Oxford University Press, 2019, p. 917.

RICH Nathaniel, *Perdre la Terre: une histoire de notre temps*, [s. l.], Point, 2019, 240 p.

RIPERT Georges, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, Paris, LGDJ, 1992, 354 p.

SCIALOM Laurence, *Economie bancaire*, Paris, Découverte, 2013, 128 p.

SCIALOM Laurence, *La facination de l'ogre, ou comment desserrer l'étau de la finance*, Fayard, 2019, 264 p.

SMITS René, *The European Central Bank: institutional aspects*, The Hague ; Boston, Kluwer Law International, 1997, 569 p.

TORRE-SCHAUB Marta, STEVIGNON Anne et LORMETEAU Blanche, *Les risques climatiques à l'épreuve du droit*, Mare & Martin, 2023, 362 p.

WALLACE-WELLS David, *The Uninhabitable Earth*, [s. l.], Penguin Books, 2019, 303 p.

ZARLENGA Stephen, *The lost science of money: the mythology of money, the story of power*, Valatie, NY, American Monetary Institute, 2002, 724 p.

ZILIOLI Chiara et SELMAYR Martin, *The law of the European Central Bank*, Reprinted, Oxford, Hart, 2004, 268 p.

II- Ouvrages spéciaux : thèses, travaux collectifs et monographies

ADALID Sébastien, *La Banque centrale européenne et l'Eurosystème: recherches sur le renouvellement d'une méthode d'intégration* [microfiche], Bruylant, 2015.

CABANES Antoine De et FONTAN Clément, « La Cour de Justice face à Gauweiler : La mise en récit de l'indépendance de la BCE », in Bailleux Antoine, Bernad Elsa et Jacquot Sophie (éd.), *Les récits judiciaires de l'Europe Concepts et typologie*, Bruylant, [s. l.], [s. n.], 2019, p. 170-191.

CARBONNIER Jean, « Nomos, Numisma, variation sur le droit monétaire », *Mélanges à la mémoire de Michel A. Dendias*, Paris Athènes, [s. l.], [s. n.], 1978, p. 1275-1285.

DESAN Christine, « The constitutional approach to Money : Monetary Design and the production of Modern World », Viviana A. Zelizer, Frederick F. Wherry, et Nina Bandelj (préf.), *Money talks: explaining how money really works*, Princeton University Press, 2017, p. 109-130.

FOX David, GREEN Sarah et CARR Daniel J. (dir.), *Cryptocurrencies in public and private law*, First Edition, Oxford, Oxford University Press, 2019, 323 p.

FRIEDMAN Milton, GOODHART Charles A. E. et WOOD Geoffrey (dir.), *Money, inflation and the constitutional position of the central bank*, London, Inst. of Economic Affairs, 2003, 117 p.

ZANOLLI Romain, *Essai d'une théorie juridique de la monnaie à partir de la notion de cours*, Université de Paris, 2019, 892 p.

III- Rapports et colloques

ADEME, « Les effets de la transition écologique sur l'emploi », sur *ADEME Infos* [en ligne], [consulté le 14 octobre 2022]. https://infos.ademe.fr/lettre-strategie-juillet-2022/les-effets-de-la-transition-ecologique-sur-lemploi/

CHARNEY Jule, « Carbon Dioxide and Climate: A Scientific Assessment », [s. l.], *National Academy of Sciences*, 1979.

COMMITTEE OF GOVERNORS OF THE CENTRAL BANKS, « Draft Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank, with an Introductory Report and a Commentary », 1669/1670, 1990.

DASGUPTA Partha, « The economics of biodiversity: the Dasgupta review », *HM Treasury*, 2021. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/957291/Dasgupta_Review_-_Full_Report.pdf

DASGUPTA Partha, « The economics of biodiversity: the Dasgupta review abridged version », *HM Treasury,* 2021.

DE CONINCK Heleen et AROMAR Revi, « Strengthening and Implementing the Global Response », *Global Warming of 1.5°C. An IPCC Special Report on the impacts of global warming of 1.5°C above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and efforts to eradicate poverty*, IPCC, 2018.

EUROPEAN MONETARY INSTITUTE, « Annual Repot 1994 », 1995.

HAUT COMITÉ JURIDIQUE DE LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS, « Rapport sur le Règlement MiCA », 2023. https://www.banque-france.fr/fr/system/files/2024-03/Rapport_61_F.pdf

HAUT CONSEIL POUR LE CLIMAT, « Renforcer l'atténuation, engager l'adaptation », 2021. https://www.hautconseilclimat.fr/wp-content/uploads/2021/06/HCC_rapport-annuel_0821.pdf

INSEE, « Description − Indice des prix à la consommation harmonisé - Insee.fr ». https://www.insee.fr/fr/metadonnees/source/indicateur/p1654/description

INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), *Global warming of 1.5°C*, 2018. http://www.ipcc.ch/report/sr15/

INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), « Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change - Summary for Policymakers - Working Group III contribution to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change », *WMO & UNEP*, 2022.

INTERGOVERNMENTAL PANEL ON CLIMATE CHANGE (IPCC), « Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability - Summary for Policymakers - Working Group II contribution to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change », *WMO & UNEP*, 2022.

KREIBIEHL Silvia et JUNG Yong Tae, « Chapitre 15: Investment and Finance », *Intergovernmental Panel on Climate Change Working Group III contribution to the Sixth Assessment Report*, IPCC, 2022.

LA CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES SUR L'ENVIRONNEMENT ET LE DÉVELOPPEMENT, « Déclaration de Rio », 1992. https://www.un.org/french/events/rio92/aconf15126vol1f.htm

NGFS, « A Status Report on Financial Institutions' Experiences from working with green, non green and brown financial assets and a potential risk differential », *Network for Greening the Financial System*, 2020. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_status_report.pdf

NGFS, « Adapting central bank operations to a hotter world: current progress and insights from practical examples », *Network for Greening the Financial System,* Technical document, juillet 2024.

OECD, « Investing in Climate, Investing in Growth », Paris, 2017.

PARLEMENT EUROPÉEN, « Resolution on the 2019 UN Climate Change Conference in Madrid, Spain (COP 25) », 2019. https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2019-0079_EN.html

PEOPLE'S BANK OF CHINA, « Green Finance Supports Achieving Carbon Emissions Peak and Carbon Neutrality », *PBOC*, 2022. http://www.pbc.gov.cn/en/3688006/3995557/4508973/index.html

PLATEFORME INTERGOUVERNEMENTALE SCIENTIFIQUE ET POLITIQUE SUR LA BIODIVERSITÉ ET LES SERVICES ÉCOSYSTÉMIQUES, « Rapport de la Plénière de la Plateforme intergouvernementale scientifique et politique sur la biodiversité et les services écosystémiques sur les travaux de sa septième sessions - Résumé à l'intention des décideurs du rapport sur l'évaluation mondiale de la biodiversité et des services écosystémiques », *IPBES*, 2019.

RECLAIM FINANCE, RAINFORST ACTION NETWORK, BANKTRACK *et al.*, « Banking on Climante Chaos », 2021. https://reclaimfinance.org/site/2021/03/24/banking-on-climate-chaos-2021-rapport-sur-le-financement-des-energies-fossiles/

REVELLE Roger, BROECKER Wallace, CRAIG Harmon *et al.*, « Appendix Y4 - Atmospheric Carbon Dioxide », *Restoring the Quality of our Environment*, Environmental Pollution Panel President's Science Advisory Committee, [s. l.], The White House, 1965.

STERN Nicholas, « The Economics of Climate Change », *Cambridge University Press.*, 2007. https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100407172811/http://www.hm-treasury.gov.uk/stern_review_report.htm

STERN Nicholas, « Costs of Climate Change in Developed Countries », *The Economics of Climate Change: The Stern Review*, Cambridge University Press, 2007. https://www.cambridge.org/core/books/economics-of-climate-change/A1E0BBF2F0ED8E2E4142A9C878052204

THE WORLD BANK, « Making sustainable commitments - an environment strategy for the World Bank - Summary », The World Bank, 2001. http://documents.worldbank.org/curated/en/664471468765300779/Making-sustainable-commitments-an-environment-strategy-for-the-World-Bank-Summary

UNION OF CONCERNED SCIENTISTS, « World Scientists' Warming to Humanity », 1992. https://www.ucsusa.org/sites/default/files/attach/2017/11/World%20Scientists%27%20Warning%20to%20Humanity%201992.pdf

UNITED STATES. CONGRESS, « Full Employment and Balanced Growth Act (Humphrey-Hawkins Act) », 1978.

IV- Discours et entretiens

BAILEY Andrew, « Remit for the monetary policy committee (MPC) - Letter to the Chancellor of the exchequer », sur *Bank of England*, 3 mars 2021. https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2021/march/2021-mpc-remit-letter.pdf?la=en&hash=C3A91905E1A58A3A98071B2DD41E65FAFD1CF03E

BAILEY Andrew, « Tackling climate for real: the role of central banks - speech by Andrew Bailey », sur *Bank of England*, 1er juin 2021. https://www.bankofengland.co.uk/speech/2021/june/andrew-bailey-reuters-events-global-responsible-business-2021

BARRE Raymond, « Discours à l'Assemblée nationale », octobre 1976, p. 12.

BRAIMARD Lael, Why Climate Change Matters for Monetary Policy and Financial Stablity, San Fransisco, sur *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 8 novembre 2019. Speech by Governor Brainard on why climate change matters for monetary policy and financial stability - Federal Reserve Board

BRAIMARD Lael, « Speech by Governor Brainard on the role of financial institutions in tackling the challenges of climate change », sur *Board of Governors of the Federal Reserve System,* 18 février 2021 . https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210218a.htm?s=09

BRAIMARD Lael, « Speech by Governor Brainard on financial stability implications of climate change », sur *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 23 mars 2021. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210323a.htm?s=09

CARNEY Mark, « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability - Speech given at Lloyd's of London. », sur *Bank of England*, 29 septembre

2015. http://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability

COEURÉ Benoit, « Embarking on public sector asset purchases », *Second International Conference on Sovereign Bond Markets,* , sur *European Central Bank*, 10 mars 2015.
Embarking on public sector asset purchases

COEURÉ Benoit, « Monetary policy and climate change », *Conference sur "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks*", , sur *European Central Bank*, NGFS, Deutsche Bundesbank et Council on Economic Policies », 8 novembre 2018.
Monetary policy and climate change

DEBELLE Guy, « Climate Change and the Economy », [en ligne], sur Reserve Bank of Australia, 12 mars 2019. https://www.rba.gov.au/speeches/2019/sp-dg-2019-03-12.html

DE GUINDOS Luis, « Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test », sur *The ECB Blog*, le 18 mars 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210318~3bbc68ffc5.en.html?s=09

DRAGHI Mario, « Speech at the Global Investment Conference », sur *European Central Bank*, 2- juillet 2012.
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html

DRAGHI Mario, « Committee on economic and monetary affairs monetary dialogue with Mario Draghi, President of the European Central Bank », sur *European Central Bank*, 25 septembre 2017.
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170925_2_transcript.en.pdf?58e7a428d6d05b8b697b8016c06dc5c4

DRAGHI Mario, « Committee on economic and monetary affairs monetary dialogue with Mario Draghi, President of the European Central Bank », 2- février 2018. https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/140021/1147067EN.pdf

DRAGHI Mario, « Central bank independence - First Lamfalussy Lecture », sur *European Central Bank*, 26 octobre 2018. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181026.en.html

ELDERSON Frank, « Greening monetary policy », sur *The ECB Blog*, publié le 13 février 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210213~7e26af8606.en.html

ELDERSON Frank, « Full disclosure: coming to grips with an inconvenient truth », sur *European Central Bank*, 14 mars 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220314~41d74ce161.en.html

ELDERSON Frank, « Speech at the Bertelsmann Stiftung », sur *European Central Bank*, 22 novembre 2023. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231122~e12db02da3.en.html

GOULARD Sylvie, « How to re-embed our economic and financial systems within planetary boundaries? », à la conference Conference "Frontiers of climate and nature in macroeconomics and finance", organisée par la Banque de France, le NGFS, sustainable macro et INSPIRE, Paris, 24 octobre 2022. Sylvie Goulard: Central banking in the Anthropocene - how to re-embed our economic and financial systems within planetary boundaries?

GREENSPAN Alan, « Monetary Policy Report to the Congress : Statement before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate », 21 février 1989. https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-alan-greenspan-452/semiannual-monetary-policy-report-congress-8404/fulltext

KING Mervyn, « Speech to the South Wales Chamber of Commerce at The Millennium Centre », sur Bank of England, 22 octobre 2012. https://www.bankofengland.co.uk/speech/2012/mervyn-king-speech-to-the-south-wales-chamber-of-commerce

KURODA Haruhiko, « Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control », Yomiuri International Economic Society in Tokyo, sur 日本銀行 *Bank of Japan*, 12 avril 2013. https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm

LAGARDE Christine, « Remarks on the occasion of receiving the Grand Prix de l'Économie 2019 from Les Echos », sur *European Central Bank,* le 5 février 2020. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200205_1~cc8a8787f6.en.html

LAGARDE Christine, « Opening Statement by Christine Lagarde to the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament », sur *IMF*, 4 septembre 2019. https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/09/04/sp090419-Opening-Statement-by-Christine-Lagarde-to-ECON-Committee-of-European-Parliament

LAGARDE Christine, « Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament », sur *European Central Bank*, le 2 décembre 2019. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191202~f8d16c9361.en.html

LAGARDE Christine, « Brexit, inflation, dettes...Les premières vérités de Christine Lagarde », sur *Challenges*, 8 janvier 2020. https://www.challenges.fr/economie/brexit-inflation-dettes-les-premieres-verites-de-christine-lagarde_692623

LAGARDE Christine, « Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament », sur *European Central Bank*, le 6 février 2020. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200206~edb83d06a3.en.html

LAGARDE Christine, « Remarks at the G30 International Banking Seminar », sur *European Central Bank*, 18 octobre 2020. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201018~03cc2e7ce5.en.html

LAGARDE Christine, « Interview with The New York Times », sur *European Central Bank*, 17 novembre 2020. https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2020/html/ecb.in201117_1~5dbef56534.en.html

LAGARDE Christine, « Climate change and central banking », sur *European Central Bank*, 25 janvier 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210125~f87e826ca5.en.html

LAGARDE Christine, *Lettre à Manon Aubry, membre du Parlement européen*, sur *European Central Bank*, 5 février 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.mepletter210205_Aubry~ae24ad2d8a.fr.pdf

LAGARDE Christine, « Monetary policy statement /Press conference », sur *European Central Bank*, 9 juin 2022.

https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is220609~abe7c95b19.en.html

MERSCH Yves, « Climate change and central banking, Speech by Yves Mersch, Member of the Executive Board of the ECB, Workshop discussion: Sustainability is becoming mainstream », sur *European Central Bank,* 27 novembre 2018. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181127.en.html

POWELL Jerome, « Panel on "Central Bank Independence and the Mandate—Evolving Views" », sur *Federal Reserve*, 10 janvier 2023. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20230110a.htm?s=09

POWELL Jerome, « Chair Powell's Press Conference, sur Federal Reserve », 5 novembre 2020. https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20201105.pdf

POWELL Jerome, « Transcript of Chair Powell's Press Conference January 29, 2020 », sur *Federal Reserve*, 29 janvier 2020.

SCHNABEL Isabel, « Never waste a crisis: COVID-19, climate change and monetary policy », sur *European Central Bank,* 17 juillet 2020. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200717~1556b0f988.en.html

SCHNABEL Isabel, « From market neutrality to market efficiency, Welcome address at the ECB DG-Research Symposium "Climate change, financial markets and green growth" », sur *European Central Bank,* 14 juin 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html

SCHNABEL Isabel, « Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Carla Neuhaus on 17 August and published on 20 August 2021 », sur *European Central Bank,* 17 août 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2021/html/ecb.in210821~186713780d.en.html

SCHNABEL Isabel, « Looking through higher energy prices? Monetary policy and the green transition », sur *European Central Bank,* 8 janvier 2022. Looking through higher energy prices? Monetary policy and the green transition

SCHNABEL Isabel, « A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation », *The ECB and its Watchers XXII Conference*, sur *European Central Bank,* 17 mars 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220317_2~dbb3582f0a.en.html?s=09

SCHNABEL Isabel, « Monetary policy tightening and the green transition », sur *European Central Bank,* 10 janvier 2023. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230110~21c89bef1b.en.html

SCHNABEL Isabel, « From green neglect to green dominance? Intervention at the "Greening Monetary Policy » séminaire en ligne organisé dans le cadre de *la Cleveland Fed Conversations on Central Banking*, sur *European Central Bank,* 3 mars 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303_1~f3df48854e.en.html?s=09

SUNAK Rishi, Chancellor of the Exchequer, « Remit and recommendations for the financial policy committee - Letter to Andrew Bailey », sur *Bank of England*, 3 mars 2021. https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2021/march/fpc-

remit-and-recommendations-letter-2021.pdf?la=en&hash=3C5B23BE764387498155F61CAF255417E665CCE8

VILLEROY DE GALHAU François, « Climate change: the financial sector and pathway to 2°C », Conference COP21, sur *Bank for International Settlements,* 30 novembre 2015.

VILLEROY DE GALHAU François, « Discours à la conférence "changer d'ère : réchauffement climatique et finance" », sur *Youtube*, décembre 2019. https://www.youtube.com/watch?v=S10eoBLzJJc

VILLEROY DE GALHAU François, « Paris Climate Finance Day 2020 », sur *Bank for International Settlements,* 29 octobre 2020. https://www.bis.org/review/r201030b.pdf

VILLEROY DE GALHAU François, « Le rôle des banques centrales dans le verdissement de l'économie », sur *Banque de France*, 11 février 2021. https://www.banque-france.fr/intervention/le-role-des-banques-centrales-dans-le-verdissement-de-leconomie

VILLEROY DE GALHAU François, « Lettre au Président de la République : « La politique monétaire au-delà de la crise Covid » », sur *Banque de France,* 9 juillet 2021. https://publications.banque-france.fr/lettre-au-president-de-la-republique-la-politique-monetaire-au-dela-de-la-crise-covid

VILLEROY DE GALHAU François, « La monnaie peut-elle avoir une éthique ? », sur *Banque de France*, 29 novembre 2022. La monnaie peut-elle avoir une éthique ? | Banque de France

VILLEROY DE GALHAU François, « From the emergency crisis response to initial thinking on the post-crisis environment » sur *Bank for International Settlements,* 8 avril 2020.
François Villeroy de Galhau: From the emergency crisis response to initial thinking on the post-crisis environment

VILLEROY DE GALHAU François, CARNEY Marc et ELDERSON Frank, « Open Letter on climate-related financial risks », sur *Banque de France* le 19 avril 2019. https://www.banque-france.fr/node/165552

WEIDMANN Jens, « Bundesbank chief: How central banks should address climate change », sur *Financial Times*, 19 novembre 2020.
https://www.ft.com/content/ed270eb2-e5f9-4a2a-8987-41df4eb67418

WEIDMANN Jens, « Greater efforts to protect the climate are urgently needed », sur *Bundesbank*, 5 mai 2021. https://www.bundesbank.de/en/tasks/topics/greater-efforts-to-protect-the-climate-are-urgently-needed-865216

V- Communiqués de presse et publications institutionnelles

BANK OF ENGLAND, « Quantitative easing », sur *Bank of England,* 12 juin 2025. https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing

BANK OF ENGLAND., « Greening our Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS) », sur *Bank of England,* 31 janvier 2023. https://www.bankofengland.co.uk/markets/greening-the-corporate-bond-purchase-scheme

BANK OF JAPAN, « The Bank of Japan's Strategy on Climate Change : 日本銀行 Bank of Japan », sur *Bank of Japan*, 16 juillet 2021. https://www.boj.or.jp/en/about/release_2021/rel210716b.htm

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB », sur *European Central Bank,* le 13 octobre 1998. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « ECB announces details of the corporate sector purchase programme (CSPP) », sur *European Central Bank*, le 21 avril 2016. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « La BCE adopte une nouvelle clé de répartition de son capital », sur *European Central Bank* le 3 décembre 2018. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181203.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de Presse : Décision de politique monétaire », sur *European Central Bank*, 25 juillet 2019. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190725~52d3766c9e.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE », sur *European Central Bank*, juillet 2021. https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « ECB to accept sustainability-linked bonds as collateral », sur *European Central Bank*, 22 septembre 2020. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200922~482e4a5a90.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de Presse du 22 septembre 2020 : ECB to accept sustainability-linked bonds as collateral » sur *European Central Bank*, 22 septembre 2020. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200922~482e4a5a90.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE » sur *European Central Bank*, juillet 2021. https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « La Banque centrale européenne présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire » sur *European Central Bank*, 8 juillet 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy », sur *European Central Bank,* 8 juillet 2021.

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé sa nouvelle stratégie de politique monétaire », sur *European Central Bank,* 8 juillet 2021. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « FAQ on sustainability-linked bonds », sur *European Central Bank*, 11 juillet 2021. https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/standards/marketable/html/ecb.slb-qa.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Measuring inflation - HICP », sur *European Central Bank*, publié le 7 février 2022. https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Programme d'action pour le climat 2022 de la BCE », sur *European Central Bank*, 4 juillet 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex~cb39c2dcbb.fr.pdf

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Décisions de politique monétaire du 21 juillet 2022 » sur *European Central Bank*. 21 juillet 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220721~53e5bdd317.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de presse du 16 mars 2023 : Décisions de politique monétaire », sur *European Central Bank*, 16 mars 2023.

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230316~aad5249f30.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Communiqué de presse du 27 juillet 2023 : Décisions de politique monétaire », sur *European Central Bank*, 27 juillet 2023. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230727~da80cfcf24.fr.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « List of Marketable assets » [en ligne], sur *European Central Bank*. https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/standards/marketable/html/index.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Asset purchase programme », sur *European Central Bank*, 2025. www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Frequently asked questions on corporate sector purchase programme », sur *European Central Bank*, 6 janvier 2025. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/cspp-qa.en.html

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, « Pandemic emergency purchase programme (PEPP) », sur *European Central Bank,* 5 juillet 2025. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html

BANQUE DE FRANCE, « Les taux directeurs », sur *Banque de France : ABC de l'économie*, publié le janvier 2024. https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/mda-taux-directeurs_20240108.pdf

BANQUE DE FRANCE, « Les taux directeurs », sur *Banque de France : ABC économie - mot de l'actu*, 2021. https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/mda_taux_directeurs_20210226.pdf

BANQUE DE FRANCE, « Catégories d'actifs acceptées en collatéral », sur *Banque de France*, le 8 avril 2020. https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/cadre-operationnel-de-la-politique-monetaire/remise-dactifs-en-garantie-des-operations-de-refinancement-de-leurosysteme/categories-dactifs-acceptees-en-collateral

BANQUE DE FRANCE, « Qui crée la monnaie ? », sur *Banque de France : L'Eco en Bref*, janvier 2019.

COMMISSION EUROPÉENNE, « Communication de la Commission au Parlement Européen, au Conseil Européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des région : Le pacte vert pour l'Europe », sur *Union Européenne*, 2019. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX:52019DC0640

EUROSTAT, « IPCH - indice global ». sur *Eurostat*, https://ec.europa.eu/eurostat/fr/web/products-datasets/-/TEICP000

VI- Articles et chroniques de jurisprudence

ABEL Guy J., BROTTRAGER Michael, CRESPO CUARESMA Jesus *et al.*, « Climate, conflict and forced migration », *Global Environmental Change*, 54, janvier 2019, p. 239-249.

AGOSTINI Federica, CERRATO Elia et JABERG Nicolas, « Why a Recent Judgment by the German Bundesverfassungsgericht Might Introduce Climate Change Considerations into Monetary Policy », [en ligne], sur *Oxford Law Faculty*, 2 juin 2020. https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/06/why-recent-judgment-german-bundesverfassungsgericht-might-introduce

AGOSTINI Federica, CERRATO Elia et JABERG Nicolas, « Why the PSPP judgment of the German Federal Constitutional Court gives the ECB another incentive to integrate climate change considerations into monetary policy », [en ligne], sur *European Law Blog*, 27 mai 2020. Why the PSPP judgment of the German Federal Constitutional Court gives the ECB another incentive to integrate climate change considerations into monetary policy · European Law Blog

AGUR Itai, CAPELLE Damien, DELL'ARICCIA Giovanni *et al.*, « Monetary Finance: Do Not Touch, or Handle with Care? », *IMF Research Department : Departmental Paper*, DP/2022/001, 2022.

AGUR Itai, LAVAYSSIÈRE Xavier, VILLEGAS BAUER Germán *et al.*, « Lessons from crypto assets for the design of energy efficient digital currencies », *Ecological Economics*, 212, octobre 2023, p. 107888.

AIKENS Richard, « Foreword », *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, First edition, Oxford, Oxford University Press, 2019, p. v-vii.

ALESINA Alberto et SUMMERS Lawrence H., « Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence », *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, [Wiley, Ohio State University Press], 1993, nº 2, p. 151-162.

ALISON Benjamin, « Stern: Climate change a "market failure" » [en ligne], *the Guardian*, 29 novembre 2007. http://www.theguardian.com/environment/2007/nov/29/climatechange.carbonemissions

AMELI Nadia, KOTHARI Sumit et GRUBB Michael, « Misplaced expectations from climate disclosure initiatives », *Nature Climate Change*, 11, novembre 2021, nº 11, p. 917-924.

ARMAREGO-MARRIOTT Tegan, « Climate or biodiversity? », *Nature Climate Change*, 10, Nature Publishing Group, mai 2020, nº 5, p. 385-385.

ARNOLD Martin, « Bundesbank boss sets stage for ECB climate clash over bond-buying », , [en ligne], *Financial Times*, 19 novembre 2020. https://www.ft.com/content/495cc894-04c1-4637-841b-bf141e420e15

ARRHENIUS Svante, « On the Influence of Carbonic Acid in the Air upon the Temperature of the Ground », *Philosophical Magazine and Journal of Science*, 41, avril 1896, p. 237-276.

ASCHWANDEN Andy, « The worst is yet to come for the Greenland ice sheet », *Nature*, 586, 2020, p. 29-30.

BAILEY Andrew, CARNEY Mark, GALHAU François Villeroy de *et al.*, « The world must seize this opportunity to meet the climate challenge » [en ligne], *The Guardian*, 5 juin 2020. https://www.theguardian.com/commentisfree/2020/jun/05/world-climate-breakdown-pandemic

BAKEWELL Sally, « Negative Yields Seep Into Shell, Siemens Debt on ECB Distortions - Bloomberg », [en ligne], *Bloomberg.com*, 23 mars 2016. https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-23/negative-yields-seep-into-shell-sanofi-debt-as-ecb-skews-market

BARNETT Michael, « A Run on Oil: Climate Policy, Stranded Assests, and Asset Prices», [en ligne], FED of San Fancisco, 2019. https://www.frbsf.org/economic-research/events/2019/november/economics-of-climate-change/files/Paper-7-2019-11-8-Barnett-240PM-1st-paper.pdf

BARRO Robert J. et GORDON David B., « Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, 12, janvier 1983, nº 1, p. 101-121.

BARTSCH Elga, BOIVIN Jean, FISCHER Stanley *et al.*, « Dealing with the next downturn : From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination », [en ligne], *SUERF Policy* Note, 2019.

BARTSCH Elga, BOIVIN Jean, FISCHER Stanley *et al.*, « Global Macro Outlook », [en ligne], *BlackRock Investment Institute*, 2019. https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/publications/global-macro-outlook/august-2019

BATSAIKHAN Uuriintuya et JOURDAN Stanislas, « How can the European Central Bank unleash building renovations across Europe », [en ligne], sur *Positive Money*, 2021. http://www.positivemoney.eu/2021/02/report-building-renovation-wave-tltros/

BATTEN Sandra, SOWERBUTTS Rhiannon et TANAKA Misa, « Let's talk about the weather: the impact of climate change on central banks », [en ligne], *Bank of England*,

2016. http://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2016/lets-talk-about-the-weather-the-impact-of-climate-change-on-central-banks

BATTEN Sandra, SOWERBUTTS Rhiannon et TANAKA Misa, « Climate change: Macroeconomic impact and impications for monetary policy », *Ecological, Societal, and Technological Risks and the Financial Sector FORTHCOMING: July 2020*.

BATTISTON Stefano et MONASTEROLO, « How could the ECB's monetary policy support the sustainable finance transition? », [en ligne], *Universität Zürich*, 219. https://www.finexus.uzh.ch/en/news/cspp_sustainable_finance.html

BATTISTONI Alyssa et BRITTON-PURDY Jedediah, « After Carbon Democracy » [en ligne], *Dissent*, 2020. https://www.dissentmagazine.org/article/after-carbon-democracy

BEIRNE John, DAFERMOS Yannis, KRIWOLUZKY Alexander *et al.*, « The Effects of Natural Disasters on Price Stability in the Euro Area », *SOAS University of London*, SOAS Departement of Economics, 2021.

BELL Venetia, JOYCE Michael, LIU Zhuoshi *et al.*, « The Distributional Effects of Asset Purchases », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 3, 2012, nº 52, p. 254-266.

BERNANKE Ben S., « What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money », [en ligne], sur *Brookings*, 2016,. https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/

BERNARDO Giovanni, RYAN-COLLINS Josh, WERNER Richard *et al.*, « Strategic quantitative easing », [en ligne], *New Economics Foundation*, 2013. https://neweconomics.org/2013/07/strategic-quantitative-easing

BERNAUER Thomas et BÖHMELT Tobias, « International conflict and cooperation over freshwater resources », *Nature Sustainability*, 3, Nature Publishing Group, mai 2020, nº 5, p. 350-356.

BERWYN Bob, « 'We Need to Hear These Poor Trees Scream': Unchecked Global Warming Means Big Trouble for Forests », [en ligne], *InsideClimate News*, 25 avril 2020. https://insideclimatenews.org/news/24042020/forest-trees-climate-change-deforestation

BÉTAILLE Julien, « La définition de l'environnement en droit de l'Union européenne », *La revue droit et environnement*, 10, mars 2017, p. 56-63.

BINDSEIL Ulrich, CORSI Marco, SAHEL Benjamin *et al.*, « The Eurosystem collateral framework explained », *ECB Occasional Paper Series*, N° 189, mai 2017.

BLANCHARD Olivier J. et SUMMERS Lawrence H., « Hysteresis in unemployment », *European Economic Review*, 31, février 1987, nº 1, p. 288-295.

BLANCHARD Olivier J. et SUMMERS Lawrence H., « Beyond the Natural Rate Hypothesis », *The American Economic Review*, 78, American Economic Association, 1988, nº 2, p. 182-187.

BLANCHARD Olivier et PISANI-FERRY Jean, « Monetisation: Do not panic », [en ligne], *VoxEU.org*, 10 avril 2020. https://voxeu.org/article/monetisation-do-not-panic?utm_source=hootsuite&utm_medium=&utm_term=&utm_content=&utm_campaign=

BLANCHARD Olivier et PISANI-FERRY Jean, « The Euro Area is Not (Yet) Ready for Helicopter Money », [en ligne], *Peterson Institute for International Economics*, 2019.

BOAIT Fran, « Green Central Banking », [en ligne], *Commonwealth*, 2019.

BOERS Niklas, « Observation-based early-warning signals for a collapse of the Atlantic Meridional Overturning Circulation », *Nature Climate Change*, 11, août 2021, nº 8, p. 680-688.

BOLTON Patrick, DESPRÉS Morgan, PEREIRA DA SILVA Luis Awazu *et al.*, « Le « Cygne Vert » : les banques centrales à l'ère des risques climatiques », [en ligne], *Le Bulletin de la Banque de France*, juin 2020, nº 229/8.
https://publications.banque-france.fr/le-cygne-vert-les-banques-centrales-lere-des-risques-climatiques

BOLTON Patrick, DESPRÉS Morgan, PEREIRA DA SILVA Luis Awazu *et al.*, « The green swan - Central banking and financial stability in the age of climate change », *BIS & Banque de France*, 2020.
https://www.bis.org/publ/othp31.htm

BOLTON Patrick, DESPRÉS Morgan, SILVA Luiz A. Pereira da *et al.*, « Penser la stabilité financière à l'ère des risques écologiques globaux – Vers de nouveaux arbitrages entre efficience et résilience des systèmes complexes », *Revue d'economie financiere*, N° 138, Association d'économie financière, 2020, nº 2, p. 41-54.

BORDES Christian et CLERC Laurent, « Price Stability and the Ecb's Monetary Policy Strategy* », *Journal of Economic Surveys*, 21, 2007, nº 2, p. 268-326.

BORGER Vestert, « Outright Monetary Transactions and the stability mandate of the ECB: *Gauweiler* » [en ligne], *Common Market Law Review*, 53, février 2016, nº 1.
https://kluwerlawonline.com/journalarticle/Common+Market+Law+Review/53.1/COLA2016007

BORIO Claudio, DISYATAT Piti et RUNGCHAROENKITKUL Phurichai, « What anchors for the natural rate of interest? » [en ligne], BIS, mars 2019. https://www.bis.org/publ/work777.htm

BÖSER Florian et COLESANTI SENNI Chiara, « CAROs: Climate Risk-Adjusted Refinancing Operations », *Swiss Federal Institue of Technology*, 2021.

BOSSONE Biagio, FAZI Thomas et WOOD Richard, « Helicopter money: The best policy to address high public debt and deflation », [en ligne], *CEPR,* octobre 2014. https://cepr.org/voxeu/columns/helicopter-money-best-policy-address-high-public-debt-and-deflation

BOUCHAUD Bastien, « 2020, l'année extraordinaire du CAC 40 », [en ligne], *Les Echos,* 31 décembre 2020. https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/2020-lannee-extraordinaire-du-cac-40-1277450

BRAUN Benjamin et DOWNEY Leah, « Against Amnesia: Re-Imagining Central Banking », [en ligne], *Council on Economic Policies (CEP)*, janvier 2020.

BRAUN Benjamin, GABOR Daniela et LEMOINE Benjamin, « Enlarging the ECB mandate for the common good and the planet » [en ligne], *Social Europe*, 8 juin 2020. https://www.socialeurope.eu/enlarging-the-ecb-mandate-for-the-common-good-and-the-planet

BRENNAN Geoffrey et BUCHANAN James, « Revenue Implications of Money Creation under Leviathan », *The American Economic Review*, 71, American Economic Association, 1981, n° 2, p. 347-351.

BROSING Max (Colonel), FRAWLEY Parker (Colonel), HILL Andrew *et al.*, « Implications of Climate Change for the U.S. Army », [en ligne], *United States Army War College*, 2019. https://climateandsecurity.org/wp-

content/uploads/2019/07/implications-of-climate-change-for-us-army_army-war-college_2019.pdf

BUITER Willem H., « The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works — Always » [en ligne], *Economics*, 8, De Gruyter Open Access, décembre 2014, nº 1. https://www.degruyter.com/document/doi/10.5018/economics-ejournal.ja.2014-28/html

BURKE Marshall, DAVIS W. Matthew et DIFFENBAUGH Noah S., « Large potential reduction in economic damages under UN mitigation targets », *Nature*, 557, Nature Publishing Group, mai 2018, nº 7706, p. 549-553.

BURKE Marshall, HSIANG Solomon M. et MIGUEL Edward, « Global non-linear effect of temperature on economic production », *Nature*, 527, Nature Publishing Group, novembre 2015, nº 7577, p. 235-239.

CAMPIGLIO Emanuele, DAFERMOS Yannis, MONNIN Pierre *et al.*, « Climate change challenges for central banks and financial regulators », *Nature Climate Change*, 8, Nature Publishing Group, juin 2018, nº 6, p. 462-468.

CARCELLER Julie, « BNP Paribas IP gèle trois fonds » [en ligne], *Les Echos*, 10 août 2007. https://www.lesechos.fr/2007/08/bnp-paribas-ip-gele-trois-fonds-553289

CARRÉ Emmanuel, « Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE: théories et pratiques », *L'économie politique*, 2, 2015, nº 66, p. 42-55.

CHENET Hugues, RYAN-COLLINS Josh et VAN LERVEN Frank, « Finance, climate-change and radical uncertainty: Towards a precautionary approach to financial policy », *Ecological Economics*, 183, mai 2021, 106957.

CHUNKA Mui, « PG&E Is Just The First Of Many Climate Change Bankruptcies », [en ligne], *Forbes*, 2019.

COEURÉ Benoît, « La politique monétaire face à la crise : enjeux de court terme et ancrage à long terme », *Revue d'economie financiere*, N° 113, Association d'économie financière, avril 2014, nº 1, p. 35-46.

COLESANTI Chiara et MONNIN Pierre, « Central Bank Market Neutrality is a Myth », [en ligne], *Council on Economic Policies (CEP),* 16 octobre 2020. https://www.cepweb.org/central-bank-market-neutrality-is-a-myth/

COLLECTIF (Tribune), « L'annulation des dettes publiques que la BCE détient constituerait un premier signal fort de la reconquête par l'Europe de son destin », [en ligne], *Le Monde*, 5 février 2021.

COOK-PATTON Susan C., SHOCH David et ELLIS Peter W., « Dynamic global monitoring needed to use restoration of forest cover as a climate solution », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, mai 2021, nº 5, p. 366-368.

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel, « The Role of Monetary Policy in the Ecological Transition : An Overview of Various Greening Options », [en ligne], *Institut Veblen*, 2021. https://www.veblen-institute.org/The-Role-of-Monetary-Policy-in-the-Ecological-Transition-An-Overview-of-Various.html

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel, « Faut-il annuler les dettes publiques détenues par la BCE ? Un débat français dans une perspective européenne », [en ligne], *Institut Veblen,* 2021. https://www.veblen-institute.org/REDIFFUSION-Faut-il-annuler-les-dettes-publiques-detenues-par-la-BCE-Un-debat.html

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel, CARRÉ Emmanuel, LEBRUN Thomas *et al.*, « Un “drone monétaire” pour remettre la politique monétaire au service de tous », [en ligne], *Institut Veblen*, 2021.

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel et DELANDRE Pierre, « La transition monétaire. Pour une monnaie au service du bien commun », [en ligne], *Institut Veblen*, 2021. https://www.veblen-institute.org/La-transition-monetaire-Pour-une-monnaie-au-service-du-bien-commun.html

COUPPEY-SOUBEYRAN Jézabel, DELANDRE Pierre et FERT FAbien, « Projets de monnaie, projets de société », [en lign], *AOC media - Analyse Opinion Critique*, 30 novembre 2021. https://aoc.media/analyse/2021/11/30/projets-de-monnaie-projets-de-societe/

CUI Wei et STERK Vincent, « Quantitative easing with heterogeneous agents », *Journal of Monetary Economics*, 123, octobre 2021, p. 68-90.

DAFERMOS Yannis, GABOR Daniela, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Greening the Eurosystem collateral framework: How to decarbonise the ECB’s monetary policy », [en ligne], *New Economics Foundation*, 2021. https://neweconomics.org/2021/03/greening-the-eurosystem-collateral-framework

DAFERMOS Yannis, GABOR Daniela, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Decarbonising Is Easy: Beyond Market Neurality in the ECB’s Corporate QE », [en ligne], *New Economics Foundation & SOAS University of London*, 2020.

DAFERMOS Yannis, KRIWOLUZKY Alexander, VARGAS Mauricio *et al.*, « The Price of Hesitation: How the Climate Crisis Threatens Price Stability and What the ECB Must Do about It », [en ligne], *Greenpeace Germany; German Institute for Economic Research; and SOAS, University of London*, 2021.

DAFERMOS Yannis, NIKOLAIDI Maria et GALANIS Giorgos, « Climate Change, Financial Stability and Monetary Policy | Elsevier Enhanced Reader », *Ecological Economics*, 2018, nº 152, p. 219-234.

DALY Mary, « Why Climate Change Matters to Us », [en ligne], *Federal Reserve Bank of San Francisco,* le 8 novembre 2019. https://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/mary-c-daly/2019/november/why-climate-change-matters-to-us/

DAUNFELDT Sven-Olov et DE LUNA Xavier, « Central Bank Independence and Price Stability: Evidence from OECD-Countries », *Oxford Economic Papers*, 60, Oxford University Press, 2008, nº 3, p. 410-422.

DAWSON Mark et BOBIC Ana, « Quantitative easing at the Court of Justice - Doing whatever it takes to save the euro : Weiss and Others », *Common Market Law Review*, 56, août 2019, nº 4.

DE GRAUWE Paul, « Green Money Without inflation », [en ligne], *Council on Economic Policies (CEP)*, 2019.

DE BOER Nik et VAN 'T KLOOSTER Jens, « The ECB, the courts and the issue of democratic legitimacy after Weiss », *Common Market Law Review*, 57, 2020, nº 6.

DÉES Stéphane et WEBER Pierre-François, « Les conséquences du changement climatique pour la politique monétaire », *Revue d'economie financiere*, N° 138, Association d'économie financière, 2020, nº 2, p. 243-257.

DESAN Christine, « Creation Stories: Myths About the Origins of Money », *Harvard Law School*, 2013.

DESAN Christine, « The Monetary Structure of Economic Activity », *Havard Law School*, 2020.

DESAN Christine A., « The Constitutional Approach to Money: Monetary Design and the Production of the Modern World », *Harvard Public Law Working Paper,* no.16-05, 2016.

DIAZ Sandra, SETTELE Josef, BRONDIZIO Eduardo *et al.*, « The global assessment report on biodiversity and ecosystem services - Summary for policymakers of », *IPBES*, 2019.

DIETZ Sara, « Green Monetary Policy Between Market Neutrality and Market Efficiency », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 395-432.

DIKAU Simon, KUNESCH Natasha et ROBINS Nick, « Building the analytical foundations for greening the financial system », [en ligne], *International Network for Sustainable Financial Policy Insights, Research and Exchange (INSPIRE*), 2020. https://www.climateworks.org/report/building-the-analytical-foundations-for-greening-the-financial-system/

DIKAU Simon, ROBINS Nick et VOLZ Ulrich, « A Toolbox for Sustainable Crisis Response Measures for Central Banks and Supervisors », [en ligne], *INSPIRE Briefing Paper.* London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics and Political Science and SOAS Centre for Sustainable Finance, 2020.

DIKAU Simon et RYAN-COLLINS Josh, « Green Central Banking in Emerging Market and Developing Country Economies », [en ligne], *New Economics Foundation*, 2017. https://neweconomics.org/uploads/files/Green-Central-Banking.pdf

DIKAU Simon et VOLZ Ulrich, « Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance », *Ecological Economics*, 184, juin 2021, 107022.

DOMBROVSKIS Valdis, « Le plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable : promouvoir un avenir durable dans l'Union européenne et au-délà », *Revue de la stabilité financère*, 23, 2019.

DOWNEY Leah, « Defund the Bankers » [en ligne], *Foreign Policy*, 6 juillet 2020. https://foreignpolicy.com/2020/07/06/united-states-economy-black-lives-matter-reform-federal-reserve/

DOWNEY Leah, « Delegation in Democracy: A Temporal Analysis » [en ligne], *Journal of Political Philosophy*, 0, 2020, nº 0. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jopp.12234

DOWNEY Leah, « The Democratic People's Republic of U.S. Monetary Policy », [en ligne], sur *Foreign Policy*, Décembre 2019. https://foreignpolicy.com/2019/12/18/congress-outsourcing-fiscal-monetary-policymaking-fed-federal-reserve-central-bank-independence/

DOWNEY Leah, « Defund the Bankers », [en ligne], sur *Foreign Policy*, septembre 2020. https://foreignpolicy.com/2020/07/06/united-states-economy-black-lives-matter-reform-federal-reserve/

DRESCHER Katharina, FESSLER Pirmin et LINDER Peter, « Helicopter Money in Europe: New Evidence on the Marginal Propensity to Consume across European Households », [en ligne], *Oesterreichische National Bank*, 2020.

DRESCHER Katharina, FESSLER Pirmin et LINDNER Peter, « Helicopter money in Europe: New evidence on the marginal propensity to consume across European households », *Economics Letters*, 195, octobre 2020, p. 109416.

DRON Dominique, ESPAGNE Etienne et SVARTZMAN Romain, « Une monnaie au service des communs ? » [en ligne], *Esprit Presse*, mars 2020. https://esprit.presse.fr/article/dominique-dron-et-etienne-espagne-et-romain-svartzman/une-monnaie-au-service-des-communs-42612

DUBASH Navroz K., « Climate laws help reduce emissions », *Nature Climate Change*, 10, Nature Publishing Group, août 2020, nº 8, p. 709-710.

DUNNING Hayley, « Disease-carrying mosquitoes could be common in Europe by 2030 », [en ligne], *Imperial News* 2020. https://www.imperial.ac.uk/news/197333/disease-carrying-mosquitoes-could-common-europe-2030/

DUPUY Jean-Pierre, « Il faut garder les yeux sur le scénario du pire. Parce qu'il est inéluctable, on est forcé d'agir », *Télérama* n°3094, 2 mai 2009.

DUPUY Par Jean-Pierre, « Les paradoxes de la prophétie de malheur Critique de la collapsologie », *Annales des Mines*, n°98, avril 2020, p. 18-21.

EDENHOFER Ottmar, STECKEL Jan Christoph, JAKOB Michael *et al.*, « Reports of Coal's terminal decline may be exagerated », [en ligne], *Environmental researche letters*, nº 13, 2018.

EICH Stefan et TOOZE Adam, « The Great Inflation », in *Doering-Manteuffel Anselm*, Raphael Lutz et Schlemmer Thomas (éd.), *Vorgeschichte der Gegenwart: Dimensionen des Strukturbruchs nach dem Boom*, Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 2016, p. 173-196.

ESCANDE Philippe, « « Le minage du bitcoin consomme autant d'électricité qu'un pays comme la Finlande » » [en ligne], *Le Monde.fr*, 7 janvier 2022.

https://www.lemonde.fr/economie/article/2022/01/07/le-minage-du-bitcoin-consomme-autant-d-electricite-qu-un-pays-comme-la-finlande_6108547_3234.html

ESKANDER Shaikh M, FANKHAUSER Sam et SETZER Joana, « Global Lessons from Climate Change Legislation and Litigation », [en ligne], *National Bureau of Economic Research*, 2020. http://www.nber.org/papers/w27365

ESKANDER Shaikh M. S. U. et FANKHAUSER Sam, « Reduction in greenhouse gas emissions from national climate legislation », *Nature Climate Change*, 10, Nature Publishing Group, août 2020, nº 8, p. 750-756.

FANTACCI Luca, « Why Banks Do What They Do. How the Monetary System Affects Banking Activity », *Accounting, Economics and Law*, 3, janvier 2013.

FARLEY Joshua, BURKE Matthew, FLOMENHOFT Gary *et al.*, « Monetary and Fiscal Policies for a Finite Planet », *Sustainability*, 5, 2013, p. 2802-2826.

FINANCE FOR TOMORROW, « Définition de la finance à impact », [en ligne], 2021. https://institutdelafinancedurable.com/app/uploads/2021/09/Finance-for-Tomorrow-Definition-de-la-finance-a-impact-Septembre-2021.pdf

FINDLAY Alyssa, « Will forests need vitamins? », *Nature Climate Change*, 10, Nature Publishing Group, mai 2020, nº 5, p. 385-385.

FISCHER Stanley, « The role of macroeconomic factors in growth », *Journal of Monetary Economics*, 32, décembre 1993, nº 3, p. 485-512.

FISCHER Yolaine, « Global warming: Does the ECB Mandate Legally Authorise a "green monetary policy"? », in Beekhoven van den Boezem Frits-Joost, Jansen Corjo et Schuijling Ben (éd.), *Sustainability and financial markets*, vol. 17, Wolters Kluwer, 2019, p. 163-198.

FISHER Paul et KERN Alexander, « Climate change: the role for central banks », [en ligne], *King's College London*, 2019.

FONTAN Clément, DIETSCH Peter et CLAVEAU François, « Les banques centrales et la justice sociale » [en ligne], *Éthique publique. Revue internationale d'éthique sociétale et gouvernementale*, Éditions Nota bene, décembre 2019, nº vol. 21, n° 2. http://journals.openedition.org/ethiquepublique/4856

FORDER James, « Central Bank Independence: Conceptual Clarifications and Interim Assessment », *Oxford Economic Papers*, 50, Oxford University Press, 1998, nº 3, p. 307-334.

FRIEDMAN Milton, « The Role of Monetary Policy », *The American Economic Review*, 58, mars 1968, nº 1, p. 1-17.

FURUKAWA Kakuho, ICHIUE Hibiki et SHIRAKI Noriyuki, « How Does Climate Change Interact with the Financial System? A Survey », [en ligne], *Bank of Japan*, 2020.

GABOR Daniela, DAFERMOS Yannis, NIKOLAIDI Maria *et al.*, « Finance and Climate Change - A Progressive Green Finance Strategy for the UK », [en ligne], *Labour Party*, 2019. https://labour.org.uk/wp-content/uploads/2019/11/12851_19-Finance-and-Climate-Change-Report.pdf

GALÍ Jordi, « Helicopter money: The time is now », [en ligne] *VoxEU.org*, 17 mars 2020. https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now

GALÍ Jordi, « Thinking the unthinkable: The effects of a money-financed fiscal stimulus », [en ligne], sur *CEPR*, le 3 octobre 2014.

https://cepr.org/voxeu/columns/thinking-unthinkable-effects-money-financed-fiscal-stimulus

GARY Romain, « Lettre à l'éléphant », *Le Figaro littéraire*, mars 1968.

GOLLA Mathilde, « Larry Fink, patron de BlackRock, prend un virage à 180 degrés sur le rôle des entreprises dans la lutte contre le changement climatique », [en ligne] *Novethic Essentiel,* 11 juin 2022. https://lessentiel.novethic.fr/blog/l-actu-1/post/larry-fink-patron-de-blackrock-prend-un-virage-a-180-degres-sur-le-role-des-entreprises-dans-la-lutte-contre-le-changement-climatique-930

GOODHART Charles, « The Changing Role of Central Banks », [en ligne], BIS Working Paper No. 326, 2010.

GREEN Sarah, « Cryptocurrencies : the Underlying Technology », *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, First Edition, Oxford, Oxford University Press, 2019, p. 1-12.

GREENVILLE Stephen, « Helicopter money », [en ligne], *CEPR*, 24 février 2013. https://cepr.org/voxeu/columns/helicopter-money

HANSEN Lars Peter, « Central banking challenges posed by uncertain climate change and natural disasters », *Journal of Monetary Economics*, 125, janvier 2022, p. 1-15.

HEILMANN Marion, « Climat : BNP Paribas assigné en justice au titre de la loi sur le devoir de vigilance » [en ligne], *Les Echos*, 23 février 2023. https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/climat-bnp-paribas-assigne-en-justice-au-titre-de-la-loi-sur-le-devoir-de-vigilance-1909185

HERDEGEN Matthias, « Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom », *Common Market Law Review*, 35, 1998, nº 1, p. pp.9-32.

HSIANG Solomon, KOPP Robert, JINA Amir *et al.*, « Estimating economic damage from climate change in the United States », *Science*, 356, American Association for the Advancement of Science, juin 2017, nº 6345, p. 1362-1369.

IRELAND Peter, « Price Stability Under Long-Run Monetary Targeting » [en ligne], *Federal Reserve Bank of Richmond*, 79, Winter 1993, nº 1. https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_quarterly/1993/winter/ireland

ISSING Ottmar, « Central Bank Independence - Economic and Political Dimensions », *National Institute Economic Review*, 196, Cambridge University Press, avril 2006, p. 66-76.

IWAMURA Takuya, GUZMAN-HOLST Adriana et MURRAY Kris A., « Accelerating invasion potential of disease vector Aedes aegypti under climate change », *Nature Communications*, 11, Nature Publishing Group, mai 2020, nº 1, p. 1-10.

JABBOUR Melda, EL-GUINDY Rana, ZEIN Ziad *et al.*, « National Energy Efficiency and Renewable Energy Action (NEEREA) », [en ligne], *Banque du Liban & Regional Center for Renewable Energy and Energy Efficiency*, 2014. https://www.rcreee.org/sites/default/files/lebanon_neerea_web.pdf

JOHNSON Christine K., HITCHENS Peta L., PANDIT Pranav S. *et al.*, « Global shifts in mammalian population trends reveal key predictors of virus spillover risk », [en ligne] *Proceedings of the Royal Society B: Biological Sciences*, 287, Royal Society, avril 2020, nº 1924.

JOURDAN Stanislas et KALINOWSKI Wojtek, « Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne », [en ligne], *Institut Veblen & Positive Money Europe*, 2019.

KAMINSKI Isabella, « Us fossil fuel firm sues insurer for refusing to cover climate lawsuit », [en ligne], *The Guardian*, 30 août 2022.

KEDWARD Katie, RYAN-COLLINS Josh et CHENET Hugues, « Managing nature-related financial risks: a precautionary policy approach for central banks and financial supervisors », [en ligne], *UCL Institute for Innovation and Public Purpose,* Working Paper 2020-09, 2021. https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/wp2020-09

KELLEY Colin P., MOHTADI Shahrzad, CANE Mark A. *et al.*, « Climate change in the Fertile Crescent and implications of the recent Syrian drought », *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 112, National Academy of Sciences, mars 2015, nº 11, p. 3241-3246.

KIRSCH Alison, OPENA DISTERHOFT Jason et MARR Grant, « Banking on Climate Change », [en ligne], *Banktrack, Rainforest Action Network, Indigenous Environmental Network, Oil Change International, Sierra Club and Honor the Earth*, 2019.

KOESTER Gerrit, GONÇALVES Eduardo, GOMEZ-SALVADOR Ramon *et al.*, « Inflation developments in the euro area and the United States », *ECB Economic Bulletin*, 8/2022, janvier 2023.

KÖLBEL Julian F., HEEB Florian, PAETZOLD Falko *et al.*, « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact », *Organization & Environment*, 33, SAGE Publications Inc, décembre 2020, nº 4, p. 554-574.

KOTZ Maximilian, WENZ Leonie, STECHEMESSER Annika *et al.*, « Day-to-day temperature variability reduces economic growth », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, avril 2021, nº 4, p. 319-325.

KUMHOF Michael et BENES Jaromir, « The Chicago Plan Revisited », *IMF Working Papers*, 12, 2012, nº 202.

KYDLAND Finn E. et PRESCOTT Edward C., « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, 85, University of Chicago Press, 1977, nº 3, p. 473-491.

LARSEN Peter H., « Climate disruptions are already here », *Nature Energy*, 6, juillet 2021, nº 7, p. 696-697.

LASTRA Rosa et ALEXANDER Kern, « The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity », *Parlement européen,* IN-DEPTH ANALYSIS, Requested by the ECON committee, Monetary Dialogue Papers, June 2020.

LENIHAN Niall, « The Price Stability Mandate of the European System of Central Banks: A Legal Perspective », *IMF*, *Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law*, Washington D.C., 2006.

LEPARMENTIER Arnaud, « Donald Trump menace sérieusement de limoger le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell », *Le Monde*, 17 avril 2025.

LERVEN Frank van et RYAN-COLLINS Josh, « Central banks, climate change and the transition to a low-carbon economy », [en ligne], *New Economics Foundation*, 2017. https://neweconomics.org/2017/09/central-banks-climate-change

LESK Corey, ROWHANI Pedram et RAMANKUTTY Navin, « Influence of extreme weather disasters on global crop production », *Nature*, 529, janvier 2016, nº 7584, p. 84-87.

LONERGAN Eric et GREENE Megan, « Dual interest rates give central banks limitless fire power », [en ligne], *CEPR,* 3 septembre 2020. https://cepr.org/voxeu/columns/dual-interest-rates-give-central-banks-limitless-fire-power

LOOK Carolynn, « Lagarde Says ECB Needs to Question Market Neutrality on Climate » [en ligne], *Bloomberg.com*, 14 octobre 2020, [consulté le 15 octobre 2020]. https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-14/lagarde-says-ecb-needs-to-question-market-neutrality-on-climate

MAECHLER Andréa M et MOSER Thomas, « Banque nationale suisse (BNS) - Risques climatiques et banques centrales: une perspective de la BNS », [en ligne], *Banque Nationale Suisse*, 2019. https://www.snb.ch/fr/mmr/speeches/id/ref_20191114_amrtmo

MARSH Alastair, « Fed Blocks Tough Global Climate Rules for Wall Street Banks » [en ligne], *Bloomberg.com*, 3 avril 2024. https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-03/fed-blocks-tough-global-climate-risk-rules-for-wall-street-banks

MARTUCCI Francesco, « Le contrôle par la Cour de justice de l'Union européenne des données empiriques soutenant la politique monétaire de la Banque centrale européenne : une analyse de l'affaire Weiss », *Revue francaise d'administration publique*, N° 173, École nationale d'administration, septembre 2020, nº 1, p. 123-140.

MARTUCCI Francesco, « La BCE et la Cour constitutionnelle allemande : souligner les paradoxes de l'arrêt du 5 mai de la Cour constitutionnelle allemande », [en ligne],

Le Club des Juristes, 2020. https://www.leclubdesjuristes.com/blog-du-coronavirus/que-dit-le-droit/la-bce-et-la-cour-constitutionnelle-allemande-souligner-les-paradoxes-de-larret-du-5-mai-de-la-cour-constitutionnelle-allemande/

MARTUCCI Francesco, « La BCE et la Cour constitutionnelle allemande : comprendre l'arrêt du 5 mai de la Cour constitutionnelle allemande », [en ligne], *Le Club des Juristes,* 2020. https://www.leclubdesjuristes.com/blog-du-coronavirus/que-dit-le-droit/la-bce-et-la-cour-constitutionnelle-allemande-comprendre-larret-du-5-mai-de-la-cour-constitutionnelle-allemande/

MASTINI Riccardo, KALLIS Giorgos et HICKEL Jason, « A Green New Deal without growth? », *Ecological Economics*, 179, janvier 2021, 106832.

MATIKAINEN Sini, CAMPIGLIO Emanuele et ZENGHELIS Dimitri, « The climate impact of quantitative easing », [en ligne], *The Centre for Climate Change Economics and Policy (CCCEP) et The Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment*,
2017.

MAUDERER Sabine, DÖHRMANN David et GERIGK Joschka, « Changement climatique : Quel rôle pour les Banques Centrales ? », *Revue d'economie financiere*, 144, 4e Trimestre 2021.

MAYER Benoit, « The Contribution of Urgenda to the Mitigation of Climate Change », *Journal of Environmental Law*, 35, juillet 2023, nº 2, p. 167-184.

MCCONNELL Andrew, YANOVSKI Boyan et LESSMANN Kai, « Central Bank Collateral as an Instrument for Climate Mitigation », *Potsdam Institute for Climate Impact Research*, 24 Novembre 2020. https://papers.ssrn.com/abstract=3630662

MCGLADE Christophe et EKINS Paul, « The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2°C », *Nature*, 517, 2015, p. 187-190.

MCKIBBIN Warwick, MORRIS Adele, PANTON Augustus *et al.*, « Climate change and monetary policy: Dealing with disruption », *Center for Applied Macroeconomic Analysis (CAMA)*, Working Paper 77/2017, 2017.

MEGA Emiliano Rodríguez, « 'Apocalyptic' fires are ravaging the world's largest tropical wetland », *Nature*, 586, Nature Publishing Group, septembre 2020, nº 7827, p. 20-21.

MEINSHAUSEN Malte, MEINSHAUSEN Nicolai, HARE William *et al.*, « Greenhouse-gas emission targets for limiting global warming to 2°C », *Nature*, 458, avril 2009, p. 1158-1162.

MÉSONNIER Jean-Stéphane, O'DONNELL Charles et TOUTAIN Olivier, « The interest of Being Eligigle », [en ligne], *Banque de France*, 2017. https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/dt_636.pdf

MONNIN Pierre, « The Impact of Interest Rates on Electricity Production Costs », [en ligne], *Council on Economic Policies (CEP)*, 2015.

MONNIN Pierre, « Monetary Policy, Macroprudential Regulation and Inequality », SSRN Electronic Journal, [en ligne], *Council on Economic Policies (CEP)*, 2017.

MONNIN Pierre, « Central banks should reflect climate risks in monetary policy operations », [en ligne], *Council on Economic Policies (CEP)*, 2018. https://www.suerf.org/policynotes/3325/central-banks-should-reflect-climate-risks-in-monetary-policy-operations

MONNIN Pierre et COLESANTI SENNI Chiara, « Central Bank Market Neutrality is a Myth », [en ligne], *Council on Economic Policies (CEP)*, 2020. https://www.cepweb.org/central-bank-market-neutrality-is-a-myth/

MONTECINO Juan Antonio et EPSTEIN Gerald, « Did Quantitative Easing Increase Income Inequality? », [en ligne], *Institute for New Economic Thinking*, 2015.

MORA Camilo, DOUSSET Bénédicte, CALDWELL Iain R. *et al.*, « Global risk of deadly heat », *Nature Climate Change*, 7, juillet 2017, nº 7, p. 501-506.

MOUGEOLLE Paul, « La responsabilité climatique de la société mère de Shell selon le Tribunal de la Haye et ses effets d'entrainement attendis en France », *La Revue des droits de l'homme*, juin 2021.

MUELLBAUER John, « Combatting Eurozone deflation: QE for the people », [en ligne], *VOX - CEPR Policy Portal*, 2014.

MUNDY Simon et TEMPLE-WEST Patrick, « What HSBC's Stuart Kirk got right », *Financial Times*, 30 mai 2022.

NAUMANN Gustavo, CAMMALLERI Carmelo, MENTASCHI Lorenzo *et al.*, « Increased economic drought impacts in Europe with anthropogenic warming », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, juin 2021, nº 6, p. 485-491.

NGUYEN Minh, « Collateral haircuts and bond yields in the European government bond markets », *International Review of Financial Analysis*, 69, mai 2020, 101467.

NOLLKAEMPER André, « Three Conceptions of the Integration Principle in International Environmental Law », *Environmental policy integration: Greening sectoral policies in Europe*, [s. l.], [s. n.], 2002, p. 22-32.

NOY Ilan, « The macroeconomic consequences of disasters », *Journal of Development Economics*, 88, mars 2009, nº 2, p. 221-231.

OLOVSSON Conny, « Is climate change relevant for central banks? », *Economic Commentaries - Sveriges Riksbank*, novembre 2018, nº 13.

OUSTRY Antoine, BÜNYAMIN Erkan, SVARTZMAN Romain *et al.*, « Climate risks and collateral: a methodological experiment », [en ligne], *Banque de France* : *Bloc-notes Eco,* 14 avril 2021. https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/en/blog-entry/climate-risks-and-collateral-methodological-experiment

OUSTRY Antoine, ERKAN Bünyamin, SVARTZMAN Romain *et al.*, « Risques climatiques et Politique de Collatéral des Banques Centrales : une expérience méthodologique », *Revue économique*, 73, 2022, nº 2, p. 173-218.

OUSTRY Antoine, ERKAN Bünyamin, SVARTZMAN Romain *et al.*, « Climate-related Risks and Central Banks' Collateral Policy: a Methodological Experiment » [en ligne], *Banque de France*, décembre 2020. https://publications.banque-france.fr/en/climate-related-risks-and-central-banks-collateral-policy-methodological-experiment

PALMER Lisa, « How trees and forests reduce risks from climate change », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, mai 2021, nº 5, p. 374-377.

PARKER Miles, « The Impact of Disasters on Inflation », [en ligne], *Banque Centrale Européenne*, 2016. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1982.en.pdf?9ec610060c1ba201946fa4602a9bb544

PELIZZON Loriana, RIEDEL Max, SIMON Zorka *et al.*, « Collateral Eligibility of Corporate Debt in the Eurosystem », [en ligne], SAFE Working Paper no. 275, 2020. https://papers.ssrn.com/abstract=3586409

PERDICHIZZI Salvatore, DUQI Andi, MOLYNEUX Philip *et al.*, « Does unconventional monetary policy boost local economic development? The case of TLTROs and Italy », *Journal of Banking & Finance*, 148, mars 2023, 106736.

PERROTTE Derek, « Bruxelles veut verdir l'examen des budgets des Etats membres », sur *Les Echos* [en ligne], publié le 21 janvier 2020. https://www.lesechos.fr/monde/europe/bruxelles-veut-verdir-lexamen-des-budgets-des-etats-membres-1164855

PFEIFFER Alexandre, HEPBURN Cameron, VOGT-SCHILB Adrien *et al.*, « Committed Emissions from existing and planned power plants and asset stranding required to meet the paris agreement », *Environmental Researche Letters*, 2018, n° 13, p. 1-11.

PISTOR Katharina, « Green Markets Won't Save Us | by Katharina Pistor », [en ligne], *Project Syndicat,* 2021. https://www.project-syndicate.org/commentary/green-markets-esg-investments-risky-bet-on-climate-change-by-katharina-pistor-2021-03

REUTER HAPGOOD Harriet et BOSSHARD Peter, « 2022 Scorecard on Insurance, Fossil Fuels and the Climate Emergency », [en ligne], *Insure Our Future*, 2022.

REY Hélène, « Le cœur de la nouvelle stratégie de la BCE », [en ligne], *Project Syndicate*, 8 octobre 2020. https://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-strategy-review-must-change-price-stability-target-by-helene-rey-2020-10/french

RIGAUD Kanta Kumari, ALEX de Sherbinin, BRYAN Jones *et al.*, « Groundswell : Preparing for internal climate migration », *World Bank Group*, 2018.

ROGOFF Kenneth, « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, 100, 1985, p. 1169-1189.

RUDEBUSCH Glenn, « Climate Change and the Federal Reserve » [en ligne], *Economic Letters*, 25 mars 2019, [consulté le 7 février 2020]. https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/march/climate-change-and-federal-reserve/

SCHMIDT Tobias S., STEFFEN Bjarne, EGLI Florian *et al.*, « Adverse effects of rising interest rates on sustainable energy transitions », *Nature Sustainability*, 2, Nature Publishing Group, septembre 2019, nº 9, p. 879-885.

SCHOENMAKER Dirk, « Greening monetary policy », [en ligne], *Bruegel*, 2019. https://www.bruegel.org/2019/02/greening-monetary-policy/

SCIALOM Laurence, « La responsabilité sociétale des Banques Centrales », *Revue d'economie financiere*, 144, 4e Trimestre 2021, p. 215-226.

SCIALOM Laurence, « Les banques centrales au défi de la transition écologique : Éloge de la plasticité », *Revue économique*, 73, p. 219-242.

SEBIRE Marc-Etienne et CHELLIAH Delany, « Développement durable des Sustainability-Linked Bonds », [en ligne], *CMS Francis Lefebvre*, 2020. https://cms.law/fr/fra/news-information/developpement-durable-des-sustainability-linked-bonds

SELBY Jan, DAHI Omar S., FRÖHLICH Christiane *et al.*, « Climate change and the Syrian civil war revisited », *Political Geography*, 60, septembre 2017, p. 232-244.

SEUX Dominique, « Christine Lagarde : Les Etats européens « doivent être à la hauteur de la gravité du dommage économique » », sur *Les Echos* [en ligne], publié le 18 mai 2020, [consulté le 19 mai 2020]. https://www.lesechos.fr/monde/europe/christine-lagarde-les-etats-europeens-doivent-etre-a-la-hauteur-de-la-gravite-du-dommage-economique-1204022

SHENG Andrew, « Central banks can and should do their part in funding sustainability », [en ligne], *Centre for International Governance Innovation (CIGI)*, 2015.

SLACALEK Jiri et LENZA Michele, « Quantitative easing did not increase inequality in the euro area » [en ligne], *Euoprean Central Bank*, Research Bulletin nº 54, janvier 2019, [consulté le 1 septembre 2023]. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2019/html/ecb.rb190129.en.html

SMITS René, « Elaborating a Climate Change-Friendly Legal Perspective for the ECB », *SSRN*, août 2021.

SOLANA Javier, « Climate change litigation as financial risk », *Green Finance*, 2, Aims Press, octobre 2020, nº 4, p. 344-372.

SOLANA Javier, « The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection », *University of Oslo Faculty of Law Research Paper*, août 2018, nº 2018-23.

SOLANA Javier, « A reminder from the courts for the European Central Bank to take climate change seriously », [en ligne], *Grantham Research Institute on climate change and the environment*, 2020. http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/news/a-reminder-from-the-courts-for-the-european-central-bank-to-take-climate-change-seriously/

STEINBACH Armin, « The Greening of the Economic and Monetary Union », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 329-362.

STIGLITZ Joseph, « Central Banking in a Democratic Society », *De Economist*, 146, 1998, nº 2, p. 199-226.

SUH Eunho, GROSSMAN Marissa K., WAITE Jessica L. *et al.*, « The influence of feeding behaviour and temperature on the capacity of mosquitoes to transmit malaria », *Nature Ecology & Evolution*, 4, Nature Publishing Group, juillet 2020, nº 7, p. 940-951.

SVARTZMAN Romain, DRON Dominique et ESPAGNE Etienne, « From ecological macroeconomics to a theory of endogenous money for a finite planet », *Ecological Economics*, 162, août 2019, p. 108-120.

TOLLEFSON Jeff, « Why deforestation and extinctions make pandemics more likely », *Nature*, 584, Nature Publishing Group, août 2020, nº 7820, p. 175-176.

TONG Dan, ZHANG Qiang, ZHENG Yixuan *et al.*, « Committed emissions from existing energy infrastructure jeopardize 1.5 °C climate target », *Nature*, 572, Nature Publishing Group, août 2019, nº 7769, p. 373-377.

TOOZE Adam, « We are living through the first economic crisis of the Anthropocene » [en ligne], *the Guardian*, 7 mai 2020. http://www.theguardian.com/books/2020/may/07/we-are-living-through-the-first-economic-crisis-of-the-anthropocene

TOOZE Adam, « Why Central Banks need to step up on Global Warming », [en ligne], *Foreign Policy*, juillet 2019.

TOOZE Adam, « Germany Chooses Economic Nostalgia Over Saving the Planet », *Foreign Policy*, [en ligne], octobre 2019.

TOOZE Adam, « The Death of the Central Bank Myth » [en ligne], [en ligne], *Foreign Policy,* 2020. https://foreignpolicy.com/2020/05/13/european-central-bank-myth-monetary-policy-german-court-ruling/

TOOZE Adam, « Who is Afraid of Inflation? The Long-shadow of the 1970s », *Journal of Modern European History*, 12, SAGE Publications Ltd, février 2014, nº 1, p. 53-60.

TORRENT Ramon, « Whom is the European Central Bank the central bank of? : Reaction to Zilioli and Selmayr », *Common Market Law Review*, 36, 1999, nº 6, p. 1229-1241.

TURNER Adair, « The Case for Monetary Finance – An Essential Political Issue », *IMF*, 2015.

TURNER Adair, REICHLIN Lucrezia et WOODFORD Michael, « Helicopter money as a policy option », [en ligne], *CEPR*, 23 septembre 2019. https://cepr.org/voxeu/columns/helicopter-money-policy-option

VAN DEN BERG Carel C.A., « The Making of the Statute of the European System of Central Banks: An Application of Checks and Balances », [en ligne], *Dutch University Press*, 2004.

VAN ROOJI Maarten et DE HAAN, « Will helicopter money be spent? New evidence », [en ligne], *De Nederlandsche Bank*, 2016.

VAN 'T KLOOSTER Jens, « The Ethics of Delegating Monetary Policy », *The Journal of Politics*, 82, The University of Chicago Press, avril 2020, nº 2, p. 587-599.

VAN'T KLOOSTER Jens, « The Politicis of the ECB's market-based approach to government debt », *Socio-Economic Reviw*, 00, 2022, nº 0, p. 1-21.

VAN'T KLOOSTER Jens et DE BOER Nik, « What to Do with the ECB's Secondary Mandate », *Journal of Common Market Studies*, 2022, p. 1-17.

VAN'T KLOOSTER Jens et FONTAN Clément, « The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases », *New Political Economy*, 25, août 2019, p. 1-15.

VAN'T KLOOSTER Jens et VAN TILBURG Rens, « Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs », [en ligne], Positive Money, 2020. http://www.positivemoney.eu/2020/09/green-tltros/

VICEDO-CABRERA A. M., SCOVRONICK N., SERA F. *et al.*, « The burden of heat-related mortality attributable to recent human-induced climate change », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, juin 2021, nº 6, p. 492-500.

VOLZ Ulrich, « Why two degrees matters to central banks », *Central Banking, Focus Report – Climate Change*, 2019.

WAKE Bronwyn, « More rain, less often », *Nature Climate Change*, 12, Nature Publishing Group, avril 2022, nº 4, p. 313-313.

WAKE Bronwyn, « Water wars », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, février 2021, nº 2, p. 84-84.

WANG Daoping, GUAN Dabo, ZHU Shupeng *et al.*, « Economic footprint of California wildfires in 2018 », *Nature Sustainability*, 4, Nature Publishing Group, mars 2021, nº 3, p. 252-260.

WASMEIER Martin, « The Integration of Environmental Protection as a General Rule for Interpreting Community Law » [en ligne], *Common Market Law Review*, 38, nº 1, février 2001. https://kluwerlawonline.com/journalarticle/Common+Market+Law+Review/38.1/322583

WATSON Robert T et LE QUÉRÉ Corinne, « The implications of global warming of 1.5ºC and 2ºC Summary Report », [en ligne], *Tyndall centre for Climate Change Research*, 2018.

WELSBY Dan, PRICE James, PYE Steve *et al.*, « Unextractable fossil fuels in a 1.5 °C world », *Nature*, 597, septembre 2021, p. 230-234.

WITZE Alexandra, « The Arctic is burning like never before — and that's bad news for climate change », *Nature*, 585, Nature Publishing Group, septembre 2020, nº 7825, p. 336-337.

YUAN Mengting Maggie, GUO Xue, WU Linwei *et al.*, « Climate warming enhances microbial network complexity and stability », *Nature Climate Change*, 11, Nature Publishing Group, avril 2021, nº 4, p. 343-348.

ZARLENGA Stephen, « The lost science of money », *European Business Review*, 16, nº 5, 2004.

ZILIOLI Chiara et IOANNIDIS Michael, « Climate Change and the Mandate of the ECB: Potential and Limits of Monetary Contribution to European Green Policies », *Common Market Law Review*, 59, 2022, p. 363-394.

VII- Arrêts, jugements et décisions

A) Union européenne (CJUE)

1- CJUE

CJCE, Arrêt du 23 avril 1975, *Comptoir National Technique Agricole (CNTA) c. Commission*, n°74-74.

CJCE, Arrêt du 20 octobre 1977, *SA Roquette Frères c. Etat français – Administration des douane*, n°29-77.

CJCE, Arrêt du 7 février 1985, *Procureur de la République contre Association de défense des brûleurs d'huiles usagées (ADBHU)*, n°240/83, para.13.

CJCE, Arrêt du 20 septembre 1988, *Commission des communautés européenne contre Royaume du Danemark*, n°302/86, para. 8.

CJCE, Arrêt du 2 avril 1998, *Finlande c. Outokumpu*, C-213/96, para. 32.

CJCE, Arrêt du 3 octobre 2000, *Echirolles Distribution SA v. Association du Dauphiné e.a.*, C-9/99, 2000.

CJCE (cour plénière), Arrêt du 10 juillet 2003, *Commission c. BCE*, C-11/00, C-11/00, 2003.

CJCE (GRANDE CHAMBRE), Arrêt du 15 novembre 2005, *Commission des Communautés européennes c. République d'Autriche*, C-320/03 , 2005.

CJCE, Arrêt du 13 septembre 2005, *Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union européenne*, C-176/03, para 41.

CJCE, Arrêt du 23 octobre 2007*, Commission des Communautés européennes c. Conseil de l'Union européenne*, C-440/05, para. 44.

CJUE (GRANDE CHAMBRE), *Arrêt du 16 juillet 2009, Horvath c. Secretary of State for Environment, Food and Rural Affairs* , 2009.

CJUE, Arrêt du 27 novembre 2012, *Pringle c. Irlande*, C-370/12.

CJUE, Arrêt du 16 juin 2015, *Gauweiler & al. c. Deutscher Bundestag*, n°C-62-14.

CJUE, Arrêt du 18 décembre 2018, *Weiss*, n°C-493/17.

2- Tribunal de L'union européenne

TRIBUNAL DE L'UNION EUROPÉENNE (DEUXIÈME CHAMBRE ÉLARGIE), « ClientEarth v Banque européenne d'investissement », T-9/19, 2021.

3- Conclusions d'avocat général

COSMAS Georges, « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire » C-321/95 P, 1997.

TRSTENJAK Verica, « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Horvath » C-428/07, 2009.

JACOBS M. F. G., « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Commission des Communautés Européennes contre Banque Centrale Européenne », C-11/00, 2022.

JACOBS M. F. G., « Conclusion de l'Avocat Général dans l'affaire PreussenElektra AG contre Schhleswag AG », C-379/98 , 2000.

WATHELET Melchior, « Conclusions de l'Avocat Général dans l'affaire Weiss » C-493/17, 2018.

4- Banque centrale européenne

Décision (UE) 2016/948 de la Banque centrale européenne du 1er juin 2016 relative à la mise en œuvre du programme d'achat de titres du secteur des entreprises (BCE/2016/16), OJ L, 2016.

Décision (UE) 2015/774 de la Banque centrale européenne du 4 mars 2015 concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (BCE/2015/10), OJ L, 2015.

Décision de la Banque Centrale Européenne du 15 octobre 2014 relative à la mise en oeuvre du troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (BCE/2014/40).

Décision de la Banque Centrale Européenne du 2 juillet 2009 relative à la mise en oeuvre du programme d'achat d'obligations sécurisées (BCE/2009/16) ».

Décision BCE/2010/5 de la Banque Centrale Européenne du 14 mai 2010 instaurant un programme pour les marchés de titre.

Décision (UE) 2020/440 de la Banque Centrale Européenne du 24 mars 2020 relative à un programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (BCE/2020/17).

Décision (UE) 2015/774 de la Banque Centrale Européenne du 4 mars 2015 concernant un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (BCE/215/10).

Décision (UE) 2015/5 de la Banque Centrale Européenne du 19 novembre 2014 relative à la mise en oeuvre du programme d'achat de titres adossés à des actifs (BCE/2014/45).

B) France

1- Conseil d'État

Arrêt du Conseil d'Etat, *Commune de Grande-Synthe et Autre*, N° 427301, 1er juillet 2021.

2- Premières instances

Jugement du Tribunal Administratif de Paris, *Association Oxfam France, Association Notre Affaire à tous, Fondation pour la Nature et l'Homme, Association Greenpeace France*, N°
1904967, 1904968, 1904972, 1904976/4-1, 14 octobre 2021.

3- Banque de France

Décision du Gouverneur de la Banque de France n° 2015-01 du 22 avril 2015 relative à la mise en œuvre de la politique monétaire et du crédit intrajournalier de la Banque de France.

Décision n°2020-02 du 20 avril 2020 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de la Banque de France et l'éligibilité des garanties.

C) Allemagne

BUNDESVERFASSUNGSGERICHT 2 Senat, « Bundesverfassungsgericht - Decisions - ECB decisions on the Public Sector Purchase Programme exceed EU competences », Bundesverfassungsgericht, 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16, 5 mai 2020.

D) Pays-Bas

Cour suprême des Pays-Bas, *État des Pays-Bas c. Fondation Urgenda* , 2019.

Cour d'appel de La Haye, division du droit civil, *État des Pays-Bas c. Fondation Urgenda*, 2018.

District Court de la Haye, *Milieudefensie et autres c. Royal Dutch Shell plc*., 2021.

District Court de La Haye, *État des Pays-Bas c. Fondation Urgenda* , 2015.

Table des matières

Thèse de Doctorat / 11 décembre 2025 1

Remerciements 3

Principales abréviations 7

Sommaire 9

Introduction 11

I- Le réchauffement climatique 14

A) Les conséquences du réchauffement climatique sur nos sociétés et nos économies ..21

B) Les conséquences du réchauffement climatique sur la planète 24

1- Portrait d'une planète qui se réchauffe 25

2- Le vivant terrestre dans une planète au climat modifié 30

II- Les conséquences du réchauffement climatique et de ses effets sur les sociétés humaines 34

A) Mouvements de populations, réfugiés climatiques et tensions géopolitiques 34

B) Conséquences économiques..... 37

1- Risques physiques 39

2- Risque de transition 42

3- Risque juridique 45

III- Quelle attitude adopter face à l'annonce du désastre ? 50

IV- Le rôle de la finance dans la lutte contre le réchauffement climatique 54

A) Besoin de financement et nécessité de réorientation des flux financiers 55

B) Les banques centrales acteurs incontournables du « verdissement de la finance » ...60

1- La Banque Centrale : un acteur singulier de la finance 60

2- Banque Centrale, réchauffement climatique et verdissement de la finance 62

V- Conclusion 66

Partie I – Mandat de l'Eurosystème & réchauffement climatique 71

Chapitre I – Analyse classique des objectifs de l'Eurosystème 73

Section I – L'objectif principal : la stabilité des prix 75

I- Fondement économique de l'objectif de stabilité des prix 78

II- Consécration de l'objectif de stabilité des prix dans le droit de l'UE 93

Section II – L'objectif secondaire : le soutien aux politiques économiques générales de l'Union 102

I- La vaste étendue du second objectif 103
A) Les objectifs de l'UE tels que définis à l'article 3 du TUE 103
B) L'objectif de protection de l'environnement 107
II- Un objectif subsidiaire mais non moins obligatoire 108
Section III – Respect des principes généraux du droit européen 114
I- Les obligations complémentaires de l'article 127 du TFUE 116
A) Une action conforme au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre 117
B) Du principe d'économie de marché ouverte au concept de neutralité de marché 118
II- Les grands principes du droit européen s'imposant à l'action de l'Eurosystème 120
A) Les principes de compétence d'attribution et d'équilibre institutionnel 120
B) Principe de proportionnalité 122
C) Principe d'indépendance de l'Eurosystème 124
D) Prohibition du financement monétaire 126
Conclusion du Chapitre I 129

Chapitre II – Relecture du mandat de l'Eurosystème au regard des enjeux environnementaux 133

Section I – Les objectifs de l'Eurosystème porteurs d'une obligation d'intégrer la contrainte climatique à son action 140
I- L'objectif de stabilité des prix à l'aune du réchauffement climatique 141
A) L'impact du réchauffement climatique sur la stabilité des prix 141
B) Horizon temporel : la prise en compte des conséquences du réchauffement climatique sur la stabilité des prix par les politiques monétaires ? 155
C) Le mythe de la neutralité de marché 160
1- Retour sur le programme d'achat de titres du secteur des entreprises (CSPP) 165
2- Le CSPP, un programme en contradiction avec la volonté de mettre en place une politique neutre au marché (market neutral) 167
3- Le CSPP et l'encouragement des acteurs les plus polluants 173
4- Conclusion sur l'impact du CSPP 175
II- Le soutien aux politiques économiques générales dans l'Union à l'aune du réchauffement climatique 179
A) La protection de l'environnement, un objectif prioritaire de l'Union 182
B) Les politiques dans l'Union Européenne en matière d'environnement et de climat 184
C) Pour une priorisation de la question environnementale en vertu de l'article 7 du TFUE 189
D) Maintien de l'économie carbonée et contradiction avec l'article 3 du TFUE 190

E) Conclusion sur la priorisation de l'objectif de protection de l'environnement dans le cadre du soutien aux politiques économiques générales dans l'Union 191
Section II – L'obligation d'intégrer le réchauffement climatique à la politique monétaire étayée en droit européen 193
I- Les principes applicables à l'action du SEBC et le réchauffement climatique 194
A) Le principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre face à l'enjeu climatique 194
B) Le principe de proportionnalité et le verdissement de la politique monétaire 195
II- Les articles 11 et 191 du TFUE 196
III- La BCE et l'accord de Paris 204
Conclusion du Chapitre II 207

Conclusion de la Partie I 209

Partie II- Les outils de verdissement de la Politique monétaire 215

Chapitre préliminaire : Pour une mise en perspective du processus de création monétaire, vers une politique monétaire « néo non-conventionnelle » 225
Section I- La création monétaire : entre banques privées et banque centrale 230
I- Les banques commerciales et la création monétaire 232
II- La banque centrale et la création monétaire 234
A) Le taux de refinancement 236
B) Le taux de prêt marginal 237
C) Le taux de la « facilité de dépôt » 237
D) Taux interbancaire 238
Section II- Vers une délégation de la création monétaire 240
I- La révolution monétaire du XVIIe et ses conséquences 241
A) Transfert ou abandon du pouvoir de création monétaire par le souverain 241
B) Conséquences du processus de création monétaire à l'œuvre 246
II- Vers une privatisation renforcée : Friedrich Hayek et les « cryptomonnaies » 251
A) Hayek et les monnaies privées 253
B) « Cryptomonnaies », « cryptoactifs » et monnaies privées 254
Section III- Pour une reprise en main par le souverain du pouvoir de création monétaire 262
I- Irving Fisher et le *Chicago Plan* 263
II- Pour une « récupération » du pouvoir de création monétaire 267

Chapitre I- Les outils de politique monétaire conventionnelle 275
Section I- Le verdissement de la cible d'inflation 278
I- La cible d'inflation et l'IPCH 280
II- Un indice des prix inadapté à la transition écologique 282

Section II- Le verdissement du « collatéral » 285
I- Le Collatéral : cadre juridique 287
A) Les titres éligibles 288
1- Les actifs négociables éligibles 290
2- Les actifs non négociables éligibles 292
B) La décote appliquée ou « haircut » 294
II- Le verdissement du collatéral 296
A) Un verdissement du collatéral via une évolution des critères d'éligibilité 299
B) Un verdissement du collatéral possible grâce à des règles de décotes « vertes » 302
Section III- Les réserves obligatoires 307
I- L'Obligation de constitution de réserves obligatoires 311
A) Les modalités de calcul et de détermination du montant des réserves obligatoires 311
1- Les entités assujetties : les établissements de crédit établis dans les États membres 311
2- Montant des réserves à constituer et établissements assujettis à cette obligation 313
3- Calcul des réserves obligatoires 315
B) La rémunération des réserves obligatoires 317
II- Les sanctions et la procédure de sanction en cas de non-respect de l'obligation de constitution des réserves obligatoires 319
A) Les sanctions en cas de manquement à l'obligation de constitution des réserves obligatoires 319
B) La procédure de sanction : entre garantie des droits et objectif de rapidité 321
III- Les réserves obligatoires à l'heure du réchauffement climatique 324
A) Les réserves obligatoires outil de renchérissement du prix des actifs polluants 324
B) Les réserves obligatoires outil de diminution du prix des actifs durables 324
Conclusion du Chapitre I 327

Chapitre II- Les outils de politique monétaire non conventionnelle 331

Section I- Le verdissement des programmes d'achats 335
I- Regard historique sur la mise en place des programmes d'assouplissement quantitatif 338
II- Le verdissement des programmes d'achats 348
A) L'intégration de la composante climatique dans le CSPP 348
1- Le CSPP un programme carboné : critiques et controverses 348
2- Le « ciblage » des achats 350
3- Un « ciblage » imparfait et insuffisant 352
B) L'intégration de la composante climatique dans le PSPP 355
1- Verdissement du PSPP et discriminations entre États 357

2- Verdissement du PSPP par ciblage des entités éligibles 360
3- Un terrain juridiquement délicat 361
III- Vers un programme d'achats d'urgence climatique ou *Climate Emergency Purchase Program* (CEPP)? 364
Section II- Le verdissement des outils de refinancement 373
I- Quelques pistes pour verdir les outils de refinancement non conventionnels 377
A) Le verdissement des opérations de refinancement 379
B) Le verdissement des opérations de refinancement dans un contexte de hausse des taux d'intérêt 382
1- Ajustement du taux d'intérêt 384
2- La création d'une facilité de refinancement verte 385
II- Considérations juridiques 386
Section III- Pour une « monnaie Hélicoptère » Verte 390
I- Monnaie Hélicoptère et réchauffement du climat 392
II- Une « ligne de crête » juridique 396
Conclusion du Chapitre II 399

Conclusion de la Partie II 403

Conclusion générale 406

I- Eurosystème, mandat, politique monétaire et réchauffement climatique 408
II- Eurosystème, réchauffement climatique et contentieux juridiques 416
III- L'indépendance des banques centrales en question face au réchauffement climatique 424
A) Consécration juridique de l'indépendance de la BCE et des banques centrales nationales de l'Eurosystème 424
B) Indépendance de l'Eurosystème et réchauffement climatique 429

Bibliographie 435

I- Traités et ouvrages 435
II- Ouvrages spéciaux : thèses, travaux collectifs et monographies 441
III- Rapports et colloques 442
IV- Discours et entretiens 446
V- Communiqués de presse et publications institutionnelles 455
VI- Articles et chroniques de jurisprudence 460
VII- Arrêts, jugements et décisions 492
A) Union européenne (CJUE) 492
1- CJUE 492
2- Tribunal de L'union européenne 493

3- Conclusions d'avocat général 493
4- Banque centrale européenne 494
B) France 495
1- Conseil d'État 495
2- Premières instances 495
3- Banque de France 495
C) Allemagne 495
D) Pays-Bas 496

Table des matières 499

Index alphabétique 507

Index alphabétique

Les chiffres renvoient aux numéros de pages.

A

ABSPP, 7, 332, 345, 346, 348, 413
Accord de Paris, 12, 48, 139, 191, 193, 204, 206, 208, 225, 228, 300, 358, 420, 421
Acte Unique européen, 76
Actif échoué
  stranded asset, 42
Aglietta Michel, 58, 59, 63, 176, 254, 258, 260, 268

B

Banque d'Angleterre
  Bank of England, 11, 136, 146, 168, 173, 211, 212, 241, 243, 244, 245, 296, 299, 301, 303, 335, 338, 341, 353, 374
Banque de France, 1, 12, 64, 135, 136, 236, 285, 286, 287, 288, 289, 293, 299, 300, 305, 307, 308, 314, 359, 373, 374, 448, 453, 454, 458, 459, 465, 482, 484, 495
Banque de Malaisie, 213
Banque du Japon, 55, 144, 213, 341, 374, 381, 382, 390
Banque Mondiale, 34, 149
Banque Nationale de Suisse, 161
Banque populaire de Chine, 213
Barre Raymond, 84
Bernanke Ben, 80, 338, 339, 340, 390, 392, 394
Bolton Patrick, 63, 64
Buchanan James, 86
Bundesbank, 83, 84, 91, 94, 95, 125, 359, 447, 454, 461

C

Carbonnier Jean, 67, 245
Carney Mark, 11, 38, 42, 136, 155, 157, 211
CBPP, 342
CBPP3, 7, 332, 344, 346, 348
Cible d'inflation, 94, 96, 222, 278, 280, 396
CJCE, 7, 89, 98, 99, 107, 117, 118, 124, 182, 183, 197, 200, 202, 416, 417, 422, 424, 428, 492, 493
CJUE, 7, 98, 99, 100, 110, 111, 112, 123, 128, 183, 199, 202, 216, 333, 344, 354, 357, 361, 362, 369, 370, 371, 417, 418, 419, 422, 429, 433, 492, 493
Claveau François, 59, 172, 265, 340, 373
Coeuré Benoit, 99, 118
Collatéral, 285, 293, 459
Commune de Grande-Synthe, 47, 48, 420, 495
Conseil des Gouverneurs, 94, 95, 98, 109, 111, 137, 141, 280, 281, 346
COP21, 12, 453
Couppey-Soubeyran Jézabelle, 230, 232, 267, 397
Création monétaire, 126, 127, 223, 225, 229, 230, 231, 232, 233, 234, 240, 241, 242, 244, 245, 246, 249, 250, 251, 252, 253, 262, 263, 266, 267, 268, 270, 271, 272, 277, 332, 338, 343, 391, 394, 397, 407, 414, 433
Cryptomonnaies, 240, 251, 252, 253
CSPP, 7, 128, 164, 165, 166, 167, 168, 171, 173, 174, 175, 176, 189, 190, 195, 209, 223, 305, 332, 333, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 352, 353, 355, 356, 357, 360, 363, 371, 372, 399, 404, 409, 413, 415, 455
CSRD, 188, 297
Cygne Noir, 64
Cygne vert, 64

D

Dasgupta Partha, 17
Décote, 286, 288, 289, 294, 295, 302, 303, 304, 305, 306, 328, 383, 412

Desan Christine, 240, 241, 242, 243, 244, 246, 248, 249, 429
Diesch Peter, 59
Draghi Mario, 88, 153, 176, 204, 331, 343, 345, 373, 400, 447, 448
Dupuy Jean-Pierre, 50, 52, 53, 66, 406

E

Ecole de Chicago, 78
Economie de marché, 73, 74, 114, 116, 117, 118, 119, 130, 160, 161, 162, 193, 194, 195, 207, 272, 352
Eich Stefan, 83, 242, 247, 252, 265, 429, 430, 431, 432
Elderson Frank, 135, 179, 366

F

Facilité de dépôt, 61, 236, 237, 238, 239, 275, 277, 318
FED, 75, 170, 211, 212, 213, 236, 338, 339, 340, 341, 392, 429, 462
Financement monétaire, 115, 120, 126, 127, 128, 130, 217, 268, 269, 342, 362, 392, 393, 396, 414
Fischer Stanley, 78
Fischer Yolaine, 78, 113, 144, 156, 158, 190
Fisher Irving, 262, 263, 264, 265, 266, 270
Fonbaustier Laurent, 52, 406
Fontant Clément, 59, 265, 340
Foucault Michel, 83, 247, 248, 249
Friedman Milton, 79, 80, 334, 390, 392, 394, 395, 396

G

Gauweiler (arrêt), 85, 99, 110, 123, 128, 216, 333, 344, 362, 369, 370, 417, 441, 465, 493
GIEC
Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat, 16, 17, 18, 19, 20, 23, 54, 55, 56, 60, 144
Goodhart Charles, 97

Graeber David, 241, 242, 265
Greenspan Alan, 82, 96

H

Hayek Friedrich, 240, 251, 252, 253, 254

I

Indépendance, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 112, 115, 119, 120, 124, 125, 126, 129, 130, 161, 271, 407, 419, 422, 423, 424, 425, 426, 428, 429, 432, 433, 441
IPBES
Plateforme Intergouvernementale sur la Biodiversité et les Services Ecosystémiques, 17, 30, 54, 444, 471
IPCH, 94, 95, 141, 276, 278, 280, 281, 282, 283, 327, 411, 459
Issing Otmar, 86

J

Jourdan Stanislas, 59, 173, 175, 189
Jouzel Jean, 27, 57, 373

K

Kelton Stéphanie, 79, 80
Klooster Jens van't, 109, 171, 290, 376, 377, 378, 380, 388, 389
Knapp Georg Friedrich, 255

L

L’affaire du siècle, 47, 48, 420
Lagarde Christine, 11, 12, 133, 141, 163, 328, 364, 386, 408, 449, 450, 487
Locke John, 252, 430, 431
LTRO, 237, 373, 374, 375, 400

M

Martucci Francesco, 67, 68, 92, 100, 112, 221, 320, 323, 419

Marx Karl, 268
Meadows, 15
Menger Carl, 256, 258
MNBC, 397
Monnaie fiduciaire, 231
Monnaie hélicoptère, 223, 334, 391, 393, 394, 397, 401, 402, 403, 414
Monnaie scripturale, 231, 232, 245
MRO, 236, 238, 331, 373

N

NGFS
Network for Greening the Financial System, 7, 12, 63, 212, 213, 411, 444, 447, 448

O

Objectif secondaire, 74, 75, 105, 106, 107, 109, 129, 139, 140, 178, 179, 207, 210, 211, 283, 389, 408, 409
Olszak Norbert, 60, 90, 91, 230
OMT, 7, 331, 333, 343, 348, 357, 358, 360, 362
One Planet Summit, 12, 63
Opérations d'open market, 110, 217, 236, 237, 276, 307, 362, 373, 417, 418
Opérations de refinancement, 164, 222, 237, 275, 277, 288, 293, 300, 302, 303, 331, 333, 373, 376, 377, 378, 379, 380, 381, 382, 386, 389, 399, 400, 401, 403, 412, 495

P

Pacte vert, 185, 459
Pellet Rémi, 75, 78, 94, 125, 235, 333, 344
PEPP, 7, 332, 346, 347, 348, 354, 364, 365, 372, 399, 403, 413, 458
Pistor Katarina, 272, 485
Points de bascule
Tipping points, 23
Powell Jerome, 212, 213, 429, 451, 479

Principe de la neutralité de marché, 23, 57, 117, 118, 119, 130, 141, 159, 160, 161, 162, 163, 164, 167, 172, 176, 177, 178, 184, 185, 186, 187, 195, 207, 248, 249, 348, 352, 358, 368
Principe de proportionnalité, 120, 122, 123, 161, 193, 194, 195, 361, 362, 370
Programmes d'achats, 128, 162, 165, 223, 332, 335, 336, 337, 338, 342, 344, 345, 346, 347, 348, 352, 354, 356, 357, 361, 363, 364, 366, 369, 370, 371, 372, 373, 374, 399, 400, 403, 414, 416
PSPP, 7, 111, 118, 119, 128, 160, 332, 333, 345, 346, 348, 354, 355, 356, 357, 358, 359, 360, 361, 362, 363, 399, 403, 413, 460

Q

Quantitative easing, 166, 169, 170, 173, 337, 343, 395, 436, 463, 481

R

Reclaim Finance, 58, 225, 226
Réserve Fédéral, 212
Réserves obligatoires, 60, 61, 217, 220, 222, 234, 275, 276, 307, 308, 309, 310, 311, 312, 313, 314, 315, 316, 317, 318, 319, 320, 321, 322, 324, 325, 326, 327, 328, 403, 411, 412
Revue stratégique, 12, 67, 95, 133, 137, 138, 141, 280, 281, 297, 328, 386, 408
Ripert Georges, 68
Risques
Risque de responsabilité, 39, 136
Risque de transition, 39, 136, 147, 174, 296, 299, 300, 301, 349, 421
Risque juridique, 39, 45, 48, 136, 137, 144, 296, 367, 407, 415, 416, 419
Risques physiques, 39, 42, 48, 49, 64, 136, 137, 144, 145, 147, 176, 296, 416

S

Schnabel Isabel, 134, 151, 177, 207, 282, 387, 452
Scialom Laurence, 38, 39, 60, 61
SFDR, 188
Smits René, 76, 98, 104, 205, 311

SMP, 331, 341, 342, 343, 348
Stabilité des prix, 11, 12, 64, 71, 73, 74, 75, 76, 78, 79, 81, 82, 83, 85, 86, 88, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 108, 109, 111, 112, 113, 114, 116, 117, 120, 125, 126, 129, 134, 135, 137, 139, 140, 141, 143, 144, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 158, 159, 160, 165, 177, 178, 179, 192, 195, 203, 207, 209, 210, 211, 215, 216, 218, 220, 232, 234, 276, 278, 280, 281, 283, 309, 310, 324, 327, 332, 352, 361, 363, 371, 372, 378, 379, 388, 396, 398, 401, 402, 404, 408, 409, 410, 411, 414, 415, 416, 417, 418, 424, 425, 426, 428
Svartzman Romain, 57, 231, 269, 270
Système Monétaire Européen, 84

T

Taleb Nassim Nicholas, 64
Taux €STER, 238
Taux de la facilité de dépôt, 236, 237
Taux de prêt marginal, 237, 320
Taux de refinancement, 236, 275
Taux EONIA, 235, 238
Taux interbancaire, 235, 238
Taxonomie, 187, 188, 219, 325, 361, 376, 380, 384, 401, 413
TFUE, 8, 66, 73, 75, 76, 89, 97, 100, 102, 105, 106, 107, 108, 114, 116, 119, 121, 122, 124, 125, 127, 128, 129, 139, 141, 154, 155, 160, 161, 176, 180, 181, 183, 184, 189, 190, 193, 196, 197, 199, 200, 203, 205, 207, 209, 216, 220, 269, 271, 275, 278, 281, 309, 327, 342, 348, 396, 397, 408, 409, 422, 424
Tilting, 347, 348, 350, 351, 352, 353, 355, 357, 360, 371, 372, 399
TLTRO, 8, 218, 223, 332, 374, 375, 376, 378, 380, 381, 386, 387, 388, 389, 399, 400
Tooze Adam, 40, 44, 62, 83, 85
Traité de Maastricht, 76, 78, 92, 93, 95, 120, 126, 280
TUE, 8, 103, 105, 106, 120, 122, 129, 179, 180, 181, 190, 191, 205, 207, 256

U

Urgenda, 46, 198, 419, 421, 481, 496

V

Valla Natacha, 58, 59, 63, 176, 254, 258, 260, 268
Villeroy de Galhau François, 12, 136, 454
Volcker Paul, 236

W

Wallace-Wells David, 21, 24, 149
Weiss (arrêt), 99, 100, 110, 111, 112, 119, 128, 160, 161, 216, 333, 354, 362, 371, 417, 418, 470, 480, 493, 494

Résumé :

Dans la joute qui s'engage contre le réchauffement climatique, le secteur financier est appelé à jouer un rôle déterminant. En effet, les besoins de financement sont colossaux, tant pour permettre l'adaptation des sociétés à un climat désormais instable que pour contribuer à la limitation du réchauffement en cours. Dans ce contexte, au sein de l'écosystème financier, les banques centrales sont plus particulièrement amenées à être au cœur de ce changement de paradigme. La position unique qu'elles occupent, ainsi que les outils dont elles disposent, en font des acteurs clés de ce processus.

Sous un angle juridique, la question du rôle que peut jouer l'Eurosystème dans la lutte contre le changement climatique invite, en premier lieu, à un examen attentif de son mandat. En d'autres termes, est-il possible, au regard de son mandat, pour l'Eurosystème d'intégrer la problématique climatique dans la conduite de sa politique monétaire ? Nous verrons qu'une réponse affirmative peut être apportée à cette question. Les traités européens pouvant même être lus comme imposant à l'Eurosystème de prendre en considération le changement climatique dans l'élaboration de sa politique monétaire.

Au regard de cette assertion, une interrogation s'impose quant aux modalités concrètes de « verdissement » des instruments de politique monétaire par l'Eurosystème, ainsi qu'à la compatibilité de telles initiatives avec le cadre juridique applicable à ces outils. Il sera soutenu que la plupart des instruments de politique monétaire, qu'ils relèvent des outils dits conventionnels ou des dispositifs non conventionnels, peuvent être adaptés de sorte à contribuer à la lutte contre le changement climatique.

Descripteurs : Politique monétaire, changement climatique, banque centrale, Eurosystème, Banque centrale européenne, SEBC, droit européen.

Title and Abstract:

In the ongoing battle against climate change, the financial sector is expected to assume a pivotal role in mobilizing the capital required to transform our economic system. The scale of the investment needed is considerable—both to adapt our societies to a destabilized climate and to mitigate ongoing global warming, thereby reducing its potentially devastating consequences. Within the financial ecosystem, central banks are particularly poised to be at the forefront of this paradigm shift. Their unique institutional position and the instruments at their disposal designate them as key actors in this transition.

From a legal perspective, examining the potential role of the Eurosystem in addressing climate change first necessitates an inquiry into the scope of its mandate. In other words, does the Eurosystem, within the bounds of its mandate, have the capacity to integrate climate-related considerations into its monetary policy framework? It will be argued that such integration is indeed permissible. Moreover, the European Treaties, along with the Statutes of the ECB and the ESCB, can be interpreted as imposing a duty on the Eurosystem to factor climate change into the formulation of its monetary policy.

On this basis, a further question arises: how can the Eurosystem "green" its monetary policy instruments, and what does the applicable legal framework permit in this regard? As will be demonstrated, a greening of most monetary policy tools—both conventional and unconventional—can be envisaged within the existing legal and institutional architecture.

Keywords: Monetary Policy, Climate change, Central Bank, Eurosystem, European Central Bank, ESBC, European Law.