

Les objectifs écologiques dans le mandat des banques centrales ?

Vers une nouvelle ère du *central banking* ?

Les enseignements de l'expérience historique

« Les banques centrales face au risque climatique »

Séminaire du 19 janvier 2021

Chaire Energie et Prospérité – Institut Veblen

Esther Jeffers, Université de Picardie

Dominique Plihon, Université Paris Nord

Introduction

- L'Histoire des banques centrales permet de comprendre comment celles-ci se sont adaptées aux transformations de leur environnement politique et financier pour faire face aux défis du moment (guerres, crises, reconstruction)
- Aujourd'hui, les banques centrales sont confrontées à une crise systémique multidimensionnelle – financière, écologique, sanitaire – Ces nouveaux défis conduisent-ils à une nouvelle étape dans l'évolution du *central banking* ?
- Présentation en deux parties :
 - I/ L'évolution du *central banking* au cours des phases successives du capitalisme. Quelles leçons en tirer ?
 - II/ L'adaptation en cours du *central banking* face au défi de la transition écologique et sociale. Vers une nouvelle ère du central banking ?

I/ Evolution historique du central banking Quelles leçons en tirer ?

A/ Le central banking et les 4 phases du capitalisme

B/ Trois leçons tirées de l'analyse historique du central banking

A/ Le central banking et les phases historiques du capitalisme

- Les phases successives du central banking analysées par les historiens (Goodhart, 2010) correspondent à celles du capitalisme
- L'évolution du central banking en longue période obéit à plusieurs facteurs fondamentaux (tableau) :
 - Régime monétaire
 - Source d'énergie dominante
 - Cadre théorique dominant
 - Cadre institutionnel : articulation marché/Etat
 - Hiérarchie des objectifs des banques centrales

Le *Central banking* et les quatre phases historiques du capitalisme

Phase du capitalisme	Pays & énergie dominants	Régime monétaire	Cadre théorique	Objectifs	Cadre institutionnel
Manufacturier (1840 – 1914)	Hégémonie de l'Angleterre et du charbon	Etalon-or Changes fixes (gold points) Domination de la £	<i>Currency principle</i> Hume – Ricardo => automatismes marché	Stabilité monétaire interne et externe	Banque Angleterre au service de la City et de l'expansion coloniale
Keynésien (1930 – 1970)	Hégémonie des Etats-Unis et du pétrole	Etalon change or Changes fixes Domination du dollar	<i>Banking principle</i> Courbe de Phillips Policy mix	Stabilité économique (carré magique Kaldor) Financement dette publique	Banques centrales au service du policy mix Finance administrée
Néolibéral / monétariste (1970 – 2007)	Affaiblissement de la domination Etats-Unis Pétrole – gaz	Post Bretton Woods Domination du dollar Changes flottants	Monétarisme Fonction de Taylor Triomphe des marchés	Stabilité prix Ciblage inflation	Banque centrale indépendante Finance libéralisée
Post-crise 2007 Ere de la transition écologique et sociale	=> Energie non carbonée => Sortie de l'ère du capitalocène	SMI multipolaire Changes flottants	=> Remise en cause de l'orthodoxie monétariste => Théorie alternative institutionnaliste de la monnaie	=> Stabilité monétaire et financière => Financement de la transition => Monétisation des dettes publiques	=> Banques centrales au service de la transition écologique => Finance régulée => Policy mix vert

B/ Trois leçons tirées de l'analyse historique du central banking (I)

1/ Le central banking a constamment évolué pour faire face aux mutations du capitalisme et à ses crises (1929, 2007)

2/ Intéressantes analogies entre les phases du central banking :

- Central banking associé aux capitalismes manufacturier et libéral-monétariste : priorité donnée aux mécanismes de marché et à la stabilité monétaire au détriment de la stabilité économique et financière
- Central banking associé aux capitalismes keynésien et post-2007 :
 - remise en cause de l'orthodoxie monétaire et de la régulation par le marché à la suite des crises de 1929 et 2007
 - priorité donnée à la stabilité financière et économique
 - financement monétaire des dettes publiques
- **Remarque importante** : caractère idiosyncratique du central banking libéral-monétariste : la fonction d' « agent du développement économique » absente (Epstein, 2007)

B/ Trois leçons tirées de l'analyse historique du central banking (II)

3/ Les ressources naturelles (énergie) jouent un rôle clé dans l'évolution historique du capitalisme et du central banking. Des travaux récents sur la notion de « **capitalocène** » - ère actuelle associée à l'émergence du capitalisme et à son impact sur la biosphère et le climat - (Malm, 2016; Aglietta & Espagne, 2018) => relations étroites entre finance et énergie, vecteurs de l'évolution du capitalisme et des systèmes monétaires :

- cf relations entre charbon et hégémonie de la livre et de l'Angleterre, puis entre le pétrole et l'hégémonie du dollar et des Etats-Unis
- cf l'accord de Paris sur le climat (2015) reconnaît cette relation en proposant que les flux financiers soient alignés sur les objectifs de réduction des émissions de GES liées à l'utilisation des énergies fossiles

II/ L'adaptation du central banking face au défi de la transition économique et sociale.

Vers une nouvelle ère du central banking ?

- *« La première banque centrale de l'histoire, la Risbank, a été fondée au XVIIe siècle pour financer les coûts de guerre du gouvernement suédois. Aujourd'hui, les banques centrales doivent mener un autre type de "guerre" aux côtés des États signataires de l'accord de Paris de 2015 : la lutte contre le changement climatique et ses conséquences »* (Villeroy de Galhau, 2018)
- L'impératif écologique figure dans les statuts de la BCE qui doit contribuer à *« un haut niveau de protection et à l'amélioration de l'environnement »*, l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union et l'article 3, alinéa 3, du Traité de l'Union.
- Christine Lagarde, présidente de la BCE, a annoncé au Parlement européen en décembre 2019 que l'institution de Francfort se prépare à une révision de son cadre opérationnel et de sa stratégie pour faire face au défi climatique (2019)

II/ Adaptation du central banking face à la transition écologique et sociale. Vers une nouvelle ère ?

La transformation du central banking analysée à un triple niveau : théorique, opérationnel et institutionnel

A/ Changement de paradigme théorique (I)

- Le courant dominant parmi les économistes et les banquiers centraux, hérité de l'école de la monnaie, postule que la monnaie est neutre et ne peut interférer avec le fonctionnement des marchés supposés efficients.
- Un nouveau paradigme financier, refondant les relations entre monnaie, société et nature, est devenu nécessaire.
- Plusieurs approches théoriques, initiées à la suite de la grande crise des années 1930, permettent cette refondation :
 - Karl Polanyi et « La grande transformation » (1944)
 - Keynes et ses héritiers contemporains (Aglietta et alii, 2016; Théret, 2010)

Nouveau paradigme théorique : Karl Polanyi

- La crise des années 1930 : une crise du libéralisme et de la société de marché qui provient du « désencastrement » du travail, de la terre et de la monnaie d'avec la société dont ils constituent la « substance ». Sortir de la crise actuelle du néolibéralisme implique donc de les « réencastrer » dans la société, c'est-à-dire de recréer le lien fondamental entre la monnaie, la nature et le travail.

Nouveau paradigme théorique : Keynes et ses héritiers

- L'analyse de J.M. Keynes, basée sur la notion d'économie monétaire de production, prolongée par ses successeurs contemporains : la monnaie doit être considérée comme une institution sociale et politique et non comme un simple instrument au service des marchés (Aglietta, Théret, ...).
- Selon cette conception, la monnaie doit devenir une institution au service de la transition écologique et sociale. Le rôle de la banque centrale est d'orienter la création monétaire en fonction des priorités définies par les pouvoirs publics.

Changement de paradigme théorique : quelles implications ?

- La remise en cause de la théorie monétaire standard et de l'hypothèse d'efficacité des marchés, et l'adoption de la conception théorique de la monnaie « institution sociale » conduisent notamment à abandonner deux principes qui ont fondé la politique monétaire récente :
- **le principe de séparation** des politiques de stabilité monétaire et financière, dont la crise de 2007 a illustré les effets nocifs, comme l'ont montré les économistes post-keynésiens (paradoxes de tranquillité de Minsky (1986) et de crédibilité de Borio et White (2007));
- **le principe de neutralité** par rapport aux marchés, fondé sur l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers. Selon ce principe, c'est au marché de réaliser l'allocation des ressources financières aux différents secteurs de l'économie. Il n'est donc pas dans le rôle des banques centrales de prendre de mesures en faveur des industries bas carbone. Or le climat est reconnu comme un **échec de marché** par tous les économistes ...

B/ Vers un nouveau cadre opérationnel

- Le changement climatique soulève deux questions auxquelles les banques centrales doivent répondre : **faire face aux nouveaux risques** financiers causés par le changement climatique et **promouvoir les flux financiers massifs** nécessaires pour assurer la transition vers une économie bas carbone.
- Les banques centrales se sont intéressées à la question des risques dans le cadre des travaux du réseaux NGFS, mais n'ont pas attaqué la question du « verdissement » de la politique monétaire :
- *« Un domaine qui a cependant reçu moins d'attention, tant au niveau politique qu'universitaire, est l'impact du changement climatique sur la conduite de la politique monétaire » (Coeuré, 2018).*

B/ Vers un nouveau cadre opérationnel (II)

- **Verdir la politique conventionnelle**

Il est possible de verdir la politique monétaire sans nuire aux objectifs traditionnels de stabilisation macroéconomique des banques centrales (Kempf, 2018)

- Modulation des taux appliqués au refinancement des banques en fonction du risque du risque climatique moyen de leur portefeuille
- Intégration des risques climatiques dans les critères d'éligibilité des collatéraux au refinancement (Mésonnier et alii, 2017)

- **Verdir la politique non conventionnelle**

- L'assouplissement quantitatif (QE) a été la forme la plus importante de politique non conventionnelle. Les futurs achats d'actifs dans le cadre de l'assouplissement quantitatif devraient être « carbone neutres », et pourraient être orientés vers l'achat d'actifs financiers verts, tels que des "obligations vertes". Cet « **assouplissement quantitatif écologique** » créerait une demande importante et stable d'obligations vertes émises par des entreprises ou des banques publiques de développement (Anderson, 2015).

C/ Transformation du cadre institutionnel

- Les politiques prudentielle, budgétaire et fiscale sont des compléments nécessaires de la politique monétaire. Ce qui plaide pour une **coordination institutionnalisée** des principaux leviers à la disposition des autorités publiques, dans le cadre d'un « **policy mix vert** » (Bolton, Despres, Pereira da Silva et SvartzmanBRI, 2020).
- **L'abandon du principe de séparation** des objectifs de stabilité monétaire et financière, à la suite de la crise financière de 2008, a donné un rôle stratégique aux banques centrales en matière de stabilité financière
- Cette réforme du cadre institutionnel implique une nouvelle interprétation de l'**indépendance des banques centrales**, en distinguant leur autonomie opérationnelle de leur indépendance politique.

Un cadre global pour un *policy mix* vert

Source : les auteurs, d'après Hannoun, BRI, 2010

Politique monétaire	Politique prudentielle	Politique budgétaire et fiscale
Politique conventionnelle Modulation des taux d'intérêt Eligibilité sélective des collatéraux Ratios de réserves différenciés	Politique micro-prudentielle Prise en compte des risques liés au climat dans ratios de capital	Politique fiscale Prix tutélaire du carbone Taxation du carbone
Politique non conventionnelle Quantitative et qualitative easing vert Financement monétaire des investissements publics verts	Politique macro-prudentielle Stress test climatiques	Politique budgétaire Investissements publics Subventions publiques Garanties publiques

Conclusion

Trois constats et trois questions ressortent de l'histoire longue des banques centrales :

- **Les banques centrales n'ont cessé d'évoluer** pour faire face aux défis de leur époque
- Les BC ont joué le rôle d'**agents du développement économique et social au service** de leur pays. La seule exception est le modèle monétariste, qui s'est imposé à partir des années 1970, fondé sur le postulat d'efficacité des marchés et le principe de neutralité de la monnaie et de la politique monétaire. Ce paradigme monétaire et financier sera-t-il abandonné pour renouer avec cette tradition historique du central banking ?
- L'émergence des premières banques centrales correspond au début de l'ère du **capitalocène** pendant laquelle les systèmes énergétiques, fondés sur les énergies fossiles, ont entretenu des relations étroites avec les systèmes monétaires. Les banques centrales seront-elles les acteurs d'un nouveau système monétaire et financier cohérent avec un système énergétique décarboné permettant de sortir de l'ère du capitalocène ?
- **Des banquiers centraux « écologistes »**, après les banquiers centraux keynésiens et monétaristes ? Une évolution en cours, mais inachevée ...