



Working Paper

Les objectifs écologiques et sociaux font-ils partie du mandat des banques centrales ?

Les leçons de l'histoire du *central banking*

Esther Jeffers¹, Dominique Plihon²

16 octobre 2020

Contacts : Dominique Plihon, dplihon@orange.fr
Esther Jeffers, esther.jeffers@u-picardie.fr

¹ Université de Picardie, CRIISEA

² Université Sorbonne Paris Nord, CEPN - CNRS, Chaire Energie de Prospérité

Les auteurs remercient pour son soutien la Chaire Energie et prospérité, sous l'égide de la Fondation du Risque

The authors acknowledge the support of the Chair Energy and Prosperity, under the aegis of the Risk Foundation

La Chaire Energie et Prospérité

La chaire Energie et Prospérité a été créée en 2015 pour éclairer les décisions des acteurs publics et privés dans le pilotage de la transition énergétique. Les travaux de recherche conduits s'attachent aux impacts de la transition énergétique sur les économies (croissance, emploi, dette), sur les secteurs d'activité (transport, construction, production d'énergie, finance), aux modes de financement associés ainsi qu'aux problématiques d'accès à l'énergie. Hébergée par la Fondation du Risque, la chaire bénéficie du soutien de l'ADEME, de l'Agence Française de Développement, de la Caisse des Dépôts, d'Engie et de la SNCF.

Les opinions exprimées dans ce papier sont celles de son (ses) auteur(s) et ne reflètent pas nécessairement celles de la Chaire Energie et Prospérité. Ce document est publié sous l'entière responsabilité de son (ses) auteur(s).

Les Working paper de la Chaire Energie et Prospérité sont téléchargeables ici :

<http://www.chair-energy-prosperity.org/category/publications/>

Le Centre d'Economie de Paris Nord (CEPN – UMR CNRS 7234)

Le CEPN (UMR CNRS 7234) est un laboratoire en sciences économiques et de gestion. Il encourage le pluralisme des objets et des méthodes de recherche. Laboratoire de référence dans l'étude de l'évolution des capitalismes, le CEPN s'appuie sur une grande diversité d'approches théoriques : postkeynésienne, régulationniste, marxiste, conventionnaliste, les approches critiques et historiques du management et celles sur les réseaux et interactions stratégiques. Elles mobilisent une large palette d'outils de l'économie politique et de la socio-économie à l'économie quantitative (micro et macro économétrie), de la finance mathématique à la gestion d'entreprise.

Le Centre de Recherche sur l'Industrie, les Institutions et les Systèmes Economiques d'Amiens (CRIISEA)

Le CRIISEA rassemble des enseignants-chercheurs en économie et gestion de diverses institutions de l'Université de Picardie-Jules Verne. Il associe des recherches en économie politique institutionnaliste à des recherches en gestion des organisations. Ces travaux ont pour thématique fédératrice l'articulation entre dynamiques institutionnelles et organisationnelles. Cette thématique est déclinée en deux axes principaux, 1) Changement institutionnel et organisationnel, 2) Gouvernance et coordination. Quatre groupes de recherche animent ces travaux :

- [Gouvernance, institutions, et instabilité financière](#)
- [Savoirs et gouvernement économique](#)
- [Gestion des organisations](#)
- [Histoire appliquée de la pensée](#)

Les objectifs écologiques et sociaux font-ils partie du mandat des banques centrales ?

Les leçons de l'histoire du *central banking*

Résumé

L'objet de cet article est d'analyser l'évolution historique du *central banking* afin d'éclairer les réflexions sur le rôle des BC face aux crises actuelles : financière, écologique, sanitaire. L'originalité de notre démarche est de situer le *central banking* par rapport aux phases successives – manufacturière, fordiste/keynésienne, néolibérale/monétariste - du capitalisme, aux différents régimes monétaires qui se sont succédés, de l'étalon-or jusqu'au système post-Bretton Woods, ainsi qu'au rôle des sources d'énergie comme moteurs de l'histoire. L'article est organisé en deux parties : une première analyse et compare les différentes phases historiques du *central banking* et montre comment les banques centrales se sont constamment adaptées aux enjeux du moment (I), la deuxième partie examine l'adaptation en cours et inachevée – sur les plans théorique, opérationnel et institutionnel – du *central banking* face aux défis posés par la transition écologique et sociale, principal défi de la période actuelle (II).

Abstract

The purpose of this article is to analyze the historical evolution of central banking in order to shed light on the role of central banks (CBs) in the current financial, ecological and health crises. The originality of our approach is to define central banking in relation to the successive phases of capitalism - manufacturing, Fordist/Keynesian, neoliberal/monetarist – and in relation to the different monetary systems that have followed one another, from the gold standard to post-Bretton Woods, as well as in relation to the role of energy sources as drivers of history. The article is divided into two parts: the first part (I) analyzes and compares the different historical phases of central banking and shows how central banks have constantly adapted to the challenges of the moment; the second part (II) examines the ongoing and incomplete adaptation of central banking on theoretical, operational and institutional levels to the challenges posed by the ecological and social transition, the main challenge of the current period.

Key words: Central Banking, Financial Stability, Monetary Policy, Climate Change

JEL: B5, E5, G2, G18, Q5

Introduction

Historiquement banques de l'État et gardiennes du taux de change, les banques centrales ne se limitent pas à émettre la monnaie « centrale » et à être le prêteur en dernier ressort des banques de second rang. Les historiens de l'économie admettent aujourd'hui que les banques centrales ont joué un rôle décisif dans le financement de leurs gouvernements respectifs et la gestion des taux de change, mais ils oublient généralement de souligner le rôle actif qu'elles ont eu dans le développement de l'économie (Epstein, 2006). Or, dès leur création, elles ont joué un rôle important comme « *agent du développement* » dans leur pays, tout en étant responsables de la politique monétaire¹. L'histoire nous apprend que la doctrine et les politiques des banques centrales - le « *central banking* » - ont évolué et se sont adaptées aux caractéristiques spécifiques de l'environnement politique et financier de chaque époque.

À travers différentes époques, différents lieux, les banques centrales ont mené des politiques monétaires pour relancer l'activité économique et allouer des crédits pour atteindre des objectifs économiques nationaux. Ce n'est que depuis les années 1980 que le mandat des banques centrales a évolué de manière idiosyncrasique pour donner la priorité à la stabilité des prix. La crise financière mondiale de 2007 a conduit les banques centrales à s'éloigner de ce mandat étroit, supposé à tort assurer la stabilité du système financier. Elles ont élargi leur mandat, renouant ainsi avec la conception antérieure du *central banking*, afin de faire face aux défis majeurs de ce début du 21^{ème} siècle : la stabilité du système financier ainsi que la transition écologique.

L'objet de cet article est d'analyser l'évolution historique du *central banking* afin d'éclairer les réflexions sur le rôle des BC face aux crises actuelles : financière, écologique, sanitaire. L'originalité de notre démarche est de situer le *central banking* par rapport aux phases successives – manufacturière, fordiste, néolibérale - du capitalisme, aux différents régimes monétaires qui se sont succédés, de l'étalon-or jusqu'au système post-Bretton Woods, ainsi qu'au rôle des sources d'énergie comme moteurs de l'histoire. Les ressources naturelles, au premier rang desquelles l'énergie, occupent une dimension centrale dans l'évolution historique du capitalisme. Ce dernier s'est historiquement appuyé sur des ressources énergétiques différentes dans les phases successives de son développement. Il ne s'agit pas d'une vision déterministe et mécaniste de l'histoire mais d'une analyse des facteurs économiques, politiques et écologiques qui peuvent expliquer théoriquement et historiquement l'articulation des phases du capitalisme avec les questions énergétiques, les régimes monétaires et l'évolution du *central banking* en longue période. Une telle approche permet aussi de mieux examiner les défis auxquels doivent faire face les banques centrales en ce premier quart du 21^{ème} siècle

L'article est organisé en deux parties : une première analyse et compare les différentes phases historiques du *central banking* et montre comment les banques centrales se sont constamment adaptées aux enjeux du moment (I) ; la deuxième partie examine l'adaptation en cours et inachevée – sur les plans théorique, opérationnel et institutionnel – du *central banking* face aux défis posés par la transition écologique et sociale, principal défi de la période actuelle (II).

¹ Epstein, G.A. (2007), "Central Banks as Agents of Economic Development", in Chang, H.-J. (ed.), *Institutional Change and Economic Development*, New York et al.: co-published by United Nations University Press and Anthem Press, 95–114.

I/ Les banques centrales se sont constamment adaptées aux défis du moment

L'histoire de la banque centrale remonte au XVII^e siècle, à la fondation de la première institution reconnue comme banque centrale, la Riksbank suédoise². Créée en 1668 sous la forme d'une banque par actions, celle-ci avait pour mission de prêter des fonds au gouvernement et d'agir comme chambre de compensation pour le commerce. Quelques décennies plus tard (1694), la Banque d'Angleterre a également été fondée sous la forme d'une société par actions pour acheter la dette publique. Les banques centrales ont été initialement créées à l'initiative des États pour fournir aux gouvernements des services bancaires et financiers, notamment le financement en temps de guerre. D'autres ont été créées plus tard en Europe dans des buts similaires, bien que certaines l'aient été pour faire face à la désorganisation monétaire. Par exemple, la Banque de France a été instituée par Napoléon en 1800 pour stabiliser la monnaie après l'hyperinflation du papier-monnaie pendant la Révolution française, ainsi que pour aider les finances publiques. Les premières banques centrales ont émis des billets privés qui ont servi de monnaie et, au fil du temps, ont obtenu le monopole sur l'émission de ces billets.

Les historiens nous enseignent que ces institutions stratégiques ont constamment évolué dans leur doctrine et leurs politiques – le « *central banking* » – pour s'adapter aux transformations de leur environnement politique et financier. En s'inspirant de la chronologie de Goodhart (2010)³ et en la prolongeant, on peut analyser l'évolution historique du *central banking* à travers quatre grandes périodes contrastées, rythmées par les crises du capitalisme de 1873, 1929 et 2007⁴ : (I) la période « victorienne » (1840 – 1914), (II) la période keynésienne postérieure à la Grande Dépression de 1929 (1930 – 1970), (III) la période monétariste et néolibérale (1970 – 2007) et (IV) la période en cours qui débute à l'issue de la crise financière globale de 2007. Ces périodes du *central banking* sont étroitement associées aux phases successives du capitalisme : le capitalisme manufacturier, le capitalisme fordiste et le capitalisme financier. Le tableau ci-dessous donne une vision synthétique de cette évolution historique du *central banking*.

Trois facteurs apparaissent structurants pour l'évolution du *central banking* en longue période : le régime monétaire, la place du marché et de l'État dans la régulation de l'économie, et la hiérarchie des objectifs de la banque centrale. Ces objectifs ont été au nombre de quatre dans l'histoire des banques centrales, leur poids relatif se modifiant selon les périodes : la stabilité monétaire, la stabilité du système financier, le développement économique, et le financement de l'État.

² Bordo Michael (2007), « A brief history of central banks », *Federal Reserve Bank of Cleveland*, December

³ Goodhart Charles (2010), « The changing role of central banks », *BIS working paper 326*, November 25, <https://www.bis.org/publ/work326.htm>

⁴ La période qui va de 1914 à 1930 peut être considérée comme une phase de transition, qui inclut la première guerre mondiale et une tentative avortée de retour à l'étalon-or, comme le fait remarquer Goodhart op. cit. (2010)

Le *central banking* et les phases historiques du capitalisme

Phase du capitalisme	Énergie & pays dominants	Régime monétaire	Cadre théorique	Objectifs du <i>central banking</i>	Cadre institutionnel
Manufacturier (1840 – 1914)	Hégémonie de l'Angleterre et du charbon	Étalon-or Changes fixes (gold points) Domination Livre sterling	<i>Currency principle</i> Hume – Ricardo => automatismes marché	Stabilité monétaire interne et externe	Banque Angleterre au service de la City et expansion coloniale
Keynésien / Fordiste (1930 – 1970)	Hégémonie des États-Unis et du pétrole	Étalon change or Changes fixes Domination dollar	<i>Banking principle</i> Courbe de Phillips	Stabilité économique (carré magique Kaldor) Financement de la dette publique	Banques centrales au service du <i>policy mix</i> Finance administrée
Néolibéral / Monétariste (1970 – 2007)	Pétrole – gaz Affaiblissement de la domination des États-Unis	Post Bretton Woods Changes flottants	Monétarisme Fonction de Taylor Triomphe des marchés	Stabilité prix Ciblage inflation	Banque centrale indépendante Finance libéralisée
Post-crise 2007 : crises financière et écologique Vers une nouvelle phase du capitalisme ?	Vers une énergie non carbonée =>Sortie de l'ère du capitalocène ?	Système monétaire international multipolaire Changes flottants	Remise en cause de l'orthodoxie monétariste Recherche d'un nouveau paradigme monétaire et financier	Stabilité monétaire et financière Financement des dettes publiques Financement transition écologique ?	Vers un <i>central banking</i> au service de la transition écologique et sociale ? Retour de la finance régulée ?

1.1/ La période victorienne : la stabilité monétaire fondée sur le régime de l'étalon-or

Cette période est celle de l'hégémonie de l'Angleterre, et du capitalisme manufacturier issu de la révolution industrielle. La domination britannique s'appuie alors sur sa suprématie en ressources charbonnières, dont la production suit une croissance exponentielle : 25 millions de tonnes en 1830 pour culminer à près de 300 millions de tonnes en 1913. La principale préoccupation des autorités monétaires et des théoriciens est alors d'assurer la stabilité monétaire et financière dans le cadre du régime de l'étalon-or. Le paradigme dominant est défendu par l'École de la Circulation (*Currency Principle*) selon laquelle l'émission de monnaie par la banque centrale doit être déterminée par le stock d'or détenu par celle-ci, tout excès de création monétaire conduisant à de l'inflation. Selon le modèle théorique de Hume et Ricardo, promoteurs de ce paradigme, l'équilibre économique et monétaire est obtenu automatiquement si la discipline de l'étalon-or est respectée. Cette approche sera reprise et adaptée au 20^{ème} siècle par les partisans de la théorie quantitative de la monnaie et les monétaristes.

Cette vision a été contestée par l'École de la Banque (*Banking Principle*) défendue notamment par Thornton et Tooke, qui avance l'idée que l'émission de billets doit se faire en contrepartie des crédits aux marchands ; si celle-ci correspond aux besoins de financement de l'économie, la création monétaire ne provoque pas de variation des prix. Cette conception de la création monétaire endogène sera reprise par les auteurs keynésiens et post-keynésiens. De son côté, Walter Bagehot critique l'École de la Circulation, selon laquelle la monnaie se gère automatiquement en fonction du stock d'or, et met en avant les principes, souvent invoqués aujourd'hui, de la fonction de prêteur en dernier ressort de la banque centrale, permettant d'assurer la stabilité du système bancaire⁵. Jusqu'au XIXe siècle, le bimétallisme or-argent est dominant. Son abandon au profit de l'étalon-or est d'abord le fait de l'Angleterre au début du XIXe siècle. Mais ce n'est qu'à partir des années 1870 que l'étalon-or devient le système dominant. En 1873, avec le *Coinage Act*, les États-Unis abandonnent le bimétallisme, l'argent-métal cesse d'être l'étalon monétaire de référence du dollar, ils passent à un système où la monnaie américaine s'appuie sur l'étalon-or. Les cours mondiaux de l'argent-métal chutent. L'adoption de l'étalon-or se fera cette même année pour le Danemark et la Suède, plus tardivement pour d'autres pays. Dans un tel système, comme les taux de change ne peuvent pas se modifier en présence de distorsions des prix entre pays, ce sera aux prix intérieurs et aux revenus de s'adapter pour permettre un retour à l'équilibre. Pendant l'ère victorienne, la stabilité monétaire défendue par la Banque d'Angleterre est obtenue au prix d'ajustements parfois violents sur les salaires, l'activité économique et l'emploi. Les historiens ont montré que cette politique, fondée sur la discipline du régime de l'étalon-or, a contribué à la crise déflationniste des années 1930⁶. La crise de 1929 ne fera que confirmer le déclin du secteur des charbonnages britanniques qui, dès la fin de la première guerre mondiale, avait perdu sa rentabilité.

1.2/ La période keynésienne : l'économie d'endettement administrée

Les deux-guerres mondiales et la Grande Dépression de 1929 bouleversent le contexte économique et politique. Les enjeux géopolitiques et économiques sont liés au contrôle des

⁵ Bagehot Walter (1873), *Lombard Street*, Henry S. King & Co., London

⁶ Kindleberger Charles (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, éditions P.A.U

ressources énergétiques du moment, le pétrole, et au dollar qu'imposent les États-Unis comme monnaie internationale. Ceux-ci contrôlent le pétrole et impulsent son incroyable ascension : de 5 % de l'énergie mondiale en 1910, le pétrole passe à plus de 60 % en 1970⁷. La « *pétrolisation* » de l'économie européenne après la Seconde Guerre mondiale se réalise à travers le plan Marshall qui finance la construction de raffineries, de terminaux pétroliers, de chaudières industrielles au pétrole, ainsi que la construction de routes et des aides à l'industrie automobile européenne. Le dollar est la monnaie internationale et le pétrole sera désormais payé en dollars.

Ce contexte conduit à une transformation radicale du *central banking*. Les banques centrales modifient la hiérarchie de leurs objectifs, donnant la priorité au maintien de la stabilité économique (production, emploi, prix et équilibre de la balance commerciale⁸) et au financement de l'État. Celles-ci jouent un rôle essentiel dans le financement de la dette publique accumulée pendant la guerre et dans la reconstruction des économies en Europe et au Japon. Aux États-Unis, au début de la Seconde Guerre mondiale, la Réserve fédérale a dû aider le Trésor à financer l'effort de guerre à des taux d'intérêt relativement bas. Elle est restée sous le contrôle du Trésor jusqu'en 1951, et par la suite, la Fed a été soumise à la pression du gouvernement pour soutenir le marché de la dette publique états-unienne qui s'était accumulée pendant la guerre.

Cette période, qualifiée de keynésienne par certains économistes⁹, est associée à un changement de paradigme monétaire et à une profonde transformation des systèmes bancaires et financiers. Pour les économistes de l'École de la Régulation, ces mutations sont associées à l'émergence du régime de croissance fordiste et de « l'économie d'endettement administrée »¹⁰. Selon cette approche institutionnaliste, ces mutations conduisent à une nouvelle hiérarchie des institutions majeures du capitalisme que sont le marché et l'État, avec des formes de régulation différentes, un degré d'autonomie plus ou moins grand des politiques monétaires. Le *central banking* « keynésien » se différencie du *central banking* victorien sur trois points principaux.

En premier lieu, le principal instrument des banques centrales est la politique du crédit qui consiste à assurer le contrôle du volume de crédit et de son allocation dans l'économie par les autorités monétaires. Le paradigme qui sous-tend la politique monétaire s'apparente à celui de l'École de la Banque et de la monnaie endogène mentionnée plus haut. C'est sans doute en France que la politique de contrôle du crédit a été la plus étendue et la plus efficace¹¹.

En second lieu, la régulation publique joue un rôle stratégique, prenant le pas sur la régulation automatique par les marchés, jugée inefficace pour atteindre les objectifs économiques et monétaires. Les taux d'intérêt sont administrés pour maintenir à un bas niveau le coût de l'endettement de l'État et des acteurs privés. Les banques font l'objet d'une régulation rigoureuse, comme l'illustre le *Glass-Steagall Act* (1933) qui organise la séparation des banques de détail et d'investissement aux États-Unis. En troisième lieu, un nouveau régime monétaire international - le Gold Exchange Standard - est mis en place, sous l'égide des États-Unis, dans le cadre des accords de

⁷ Bonneuil Christophe et Fressoz Jean-Baptiste (2013), *L'Événement Anthropocène. La Terre, l'histoire et nous*. Éditions du Seuil.

⁸ Avec les difficultés se posant dans la poursuite simultanée de ces quatre objectifs, comme l'indique le carré magique inspiré par Nicholas Kaldor.

⁹ Epstein, G. and Schor, J. (1990), "Macropolicy in the Rise and Fall of the Golden Age", in Stephen Marglin and Juliet Schor (eds), *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. New York: Oxford University.

¹⁰ Aglietta Michel (2017), *Macroéconomie financière*, Repères, La Découverte

¹¹ Monnet Eric (2018), *Controlling credit, central banking and the planned economy in the postwar France (1948 – 1973)*, Cambridge University Press.

Bretton Woods (1944). Le contrôle des capitaux est institué pour contribuer à la stabilité des taux de change, devenue un objectif des banques centrales dans le cadre du système monétaire international institué à Bretton Woods en 1944. Ces dernières font partie intégrante de la gouvernance publique, et ne sont donc pas indépendantes de l'appareil d'État. Ainsi, la Banque de France a été nationalisée en 1945 et placée sous la supervision du Conseil national du crédit, l'institution chargée de mettre en œuvre les aspects financiers définis dans le cadre de la planification nationale instituée en 1946.

À partir de 1950, la Fed et les autres banques centrales ont mené une politique anticyclique active destinée à lutter contre les récessions et à maintenir l'inflation à un faible niveau qui a bien fonctionné jusqu'à la fin des années 1960. La courbe de Phillips est souvent présentée comme la représentation des arbitrages inflation-chômage. Mais la stagflation des années 1970, avec la coexistence de l'inflation et du chômage, montrera les limites de cet arbitrage. Pendant cette période, les politiques de stabilisation économique étaient basées sur la mise en œuvre conjointe des politiques monétaire et budgétaire, dans le cadre keynésien de l'*optimal policy mix* théorisé par Jan Tinbergen, prix Nobel d'économie en 1969. Ce capitalisme de l'après-guerre prendra fin dans les années 70 avec le triomphe d'un capitalisme financiarisé.

1.3/ Le *central banking* monétariste et le triomphe des marchés

Une nouvelle phase du *central banking* s'ouvre à la fin des années 1970, avec un revirement brutal de la politique monétaire, à commencer par les États-Unis. Paul Volker lance une thérapie de choc en 1979, qui consiste à resserrer la politique monétaire et à porter les taux d'intérêt directeurs à deux chiffres. Ce changement a lieu en réaction à l'accélération de l'inflation, amplifiée par les chocs pétroliers de 1973 et 1979, et considérée comme un échec des politiques de stabilisation keynésiennes. Le choc Volker a entraîné une profonde récession et une baisse significative de l'inflation aux États-Unis et dans le monde. Cette nouvelle étape du *central banking* va de pair avec l'émergence d'un nouveau régime de croissance, le capitalisme financier, et « l'économie de marchés financiers libéralisée »¹². Cette période est dominée par les politiques néolibérales destinées à assurer le retour à la régulation par les marchés, dont la libéralisation financière est un des principaux volets. La spéculation financière internationale, amplifiée par la liberté retrouvée des mouvements de capitaux, contribue à l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 1970.

Au cours des décennies 1980 et 1990, les objectifs et le cadre théorique de la banque centrale sont basés sur deux grands principes de la doctrine monétariste, défendue par Milton Friedman, qui renouent avec les idées du « *currency principle* » et de la théorie quantitative de la monnaie : (1) la cause principale de l'inflation est une création monétaire excessive, et donc (2) la politique monétaire est l'instrument le plus efficace pour lutter contre l'inflation. La hiérarchie des objectifs de la politique monétaire est modifiée par rapport à la période keynésienne, la priorité étant donnée à la stabilité monétaire. L'indépendance des banques centrales est considérée comme une condition préalable à leur crédibilité, conformément aux recommandations de la Nouvelle École Classique. Les banques centrales se fixent des objectifs intermédiaires de croissance de la masse monétaire supposés cohérents avec l'objectif d'inflation. À partir des années 1990, les grandes banques centrales abandonnent l'objectif de progression de la masse monétaire qu'elles ne parviennent pas à assurer, et suivent une politique de ciblage explicite ou implicite de l'inflation, basée sur le cadre théorique dit "néo-keynésien", d'inspiration néoclassique.

¹² Aglietta, op. cité (2017)

1.4/ Le *central banking* monétariste ébranlé par la crise financière de 2007

L'orthodoxie monétariste du *central banking* a été remise en cause à la suite de la crise de 2007, comme l'illustrent les critiques sévères adressées par Olivier Blanchard, économiste pourtant proche de la nouvelle économie keynésienne : « *Avant la crise, les principaux économistes et décideurs politiques avaient convergé vers une belle construction pour la politique monétaire. Pour caricaturer un peu : nous nous étions convaincus qu'il n'y avait qu'un seul objectif, l'inflation. Il n'y avait qu'un seul instrument, le taux directeur. Et c'était suffisant pour faire avancer les choses. S'il y a une leçon à tirer de cette crise, c'est que cette construction n'était pas juste, que la beauté n'est malheureusement pas toujours synonyme de vérité. Le fait est qu'il y a beaucoup d'objectifs et beaucoup d'instruments. La façon dont vous adaptez les instruments aux objectifs et la façon dont vous utilisez au mieux ces instruments est un problème très compliqué. C'est le problème que nous devons résoudre. La politique monétaire future sera probablement beaucoup plus compliquée que la simple construction que nous avons élaborée auparavant* »¹³.

Les banques centrales ont dû s'adapter pour faire face à la crise. Deux changements majeurs sont intervenus dans la doctrine et la pratique du *central banking*. En premier lieu, la séparation entre la politique de stabilité financière et de stabilité monétaire, prônée notamment par Milton Friedman, est abandonnée. Les grandes banques centrales ont désormais la charge de la stabilité financière parmi leurs objectifs. Elles ont aussi en charge la surveillance des institutions financières, le modèle confiant ce rôle à un superviseur indépendant de la banque centrale a été abandonné, comme cela fut le cas pour la *Financial Services Authority* (FSA) britannique, la BoE retrouvant à la fois le contrôle macro-prudentiel et le contrôle micro-prudentiel. Les économistes et les banquiers centraux ont tiré les leçons du « paradoxe de tranquillité » de Minsky, vérifié à l'occasion de la crise de 2007¹⁴. L'excessive confiance des opérateurs financiers à la suite de l'épisode de faible inflation et de forte croissance, qualifié de « Grande Modération » (1993 – 2007) et attribué à tort aux seuls bienfaits de la politique monétaire, a conduit ces derniers à des prises de risque excessifs qui ont mené à la crise. Il est désormais admis que le mandat de la banque centrale doit être élargi au-delà de l'objectif de stabilité monétaire, et inclure une pluralité d'objectifs tels que l'inflation, la stabilité financière, la croissance et l'emploi.

La mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles par les grandes banques centrales a constitué une deuxième rupture importante par rapport à l'orthodoxie du *central banking*. Adoptées par la Banque du Japon dès le début des années 2000, puis par la Fed et la Banque d'Angleterre, et par la BCE à partir de 2015, ces politiques ont notamment pris la forme de mesures d'assouplissement quantitatif et qualitatif qui se sont traduites par des injections massives de liquidité dans le secteur bancaire et sur les marchés financiers. Les résultats de ces politiques non conventionnelles sont mitigés. En effet, si ces mesures ont empêché l'effondrement des systèmes bancaires et ont évité la déflation, elles n'ont pas permis de relancer l'activité¹⁵. Les liquidités créées sont en grande partie tombées dans une « trappe à liquidité » et alimentent la spéculation sur les marchés financiers.

¹³ Blanchard, O. (2011): "Monetary Policy in the Wake of the Crisis", Presentation at the IMF Macro Conference 2011, <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OB2presentation.pdf>

¹⁴ Betbèze Jean-Paul, Couppey-Soubeyran Jézabel et Plihon Dominique (2011), « Banques centrales et stabilité financière », *Rapport pour le Conseil d'Analyse Économique*, n° 96.

¹⁵ Simone Giansante, Mahmoud Fatouh and Steven Ongena, « Does quantitative easing boost bank lending to the real economy or cause other bank asset reallocation? The case of the UK », *Staff Working Paper No. 88*, August 2020.

1.5/ Trois leçons de l'histoire du *central banking* pour éclairer la période actuelle

Les quatre périodes du *central banking* qui viennent d'être présentées suggèrent trois séries de remarques. En premier lieu, il apparaît que la doctrine et la pratique des banques centrales n'ont cessé d'évoluer au cours de leur longue histoire, ces dernières ayant été amenées à s'adapter à leur environnement économique et politique, et faire face aux crises du capitalisme.

En second lieu, il existe d'intéressantes analogies entre ces différentes périodes. Ainsi, le *central banking* de la période du capitalisme manufacturier et de l'étalon-or présente des points communs avec le *central banking* monétariste : la priorité est donnée aux automatismes du marché et à la stabilité monétaire, ce qui a donné lieu à des cycles économiques importants et coûteux, avec des crises financières de grande envergure, comme l'ont montré les historiens¹⁶.

De même, il est instructif de rapprocher la période du *central banking* keynésien de la phase actuelle du *central banking* postérieure à 2007. Dans les deux cas, on a assisté à une remise en cause de l'orthodoxie monétaire à la suite des crises majeures du capitalisme de 1929 et de 2007. La régulation publique se renforce, la banque centrale est amenée à financer la dette publique, et ses objectifs économiques et sociaux deviennent plus importants. Les banques centrales jouent le rôle d'agents du développement économique et social, comme elles l'ont déjà fait au cours de leur histoire. Ainsi, la Banque d'Angleterre a joué un rôle majeur, dès le 19^{ème} siècle, dans l'émergence et le développement de la City de Londres. Et la Banque de France a été un acteur stratégique dans la reconstruction et l'industrialisation de la France par la politique du crédit menée pendant les Trente Glorieuses. Dans la période récente, la plupart des banques centrales ont joué un rôle actif de soutien à l'économie à la suite de la pandémie du Covid-19. De ce point de vue, la période monétariste, avec le rôle de la banque centrale indépendante centré sur la stabilité monétaire, apparaît largement idiosyncratique par rapport à l'expérience passée du *central banking*¹⁷. Non pas tant dans son aversion à l'inflation puisque le modèle victorien est également centré sur la stabilité monétaire, mais la différence avec le modèle monétariste réside dans une institutionnalisation d'un modèle de banque centrale indépendante averse à l'inflation comme au financement du déficit public ou d'une politique fiscale expansionniste avec un focus exclusif sur la stabilité des prix. Cette vision d'un *central banking* indépendant centré sur un objectif d'inflation gravé dans le marbre comme étant la meilleure pratique valable en tout temps et tout lieu est ahistorique et idiosyncratique.

Troisième remarque : les ressources naturelles, au premier rang desquelles l'énergie, constituent l'un des vecteurs de l'évolution historique du capitalisme, dont l'adaptation du rôle des banques centrales est le reflet. Ainsi, le capitalisme manufacturier de la période victorienne va de pair avec l'exploitation du charbon, tandis que le capitalisme fordiste des « trente glorieuses » repose sur le pétrole. Des travaux récents, fondés sur la notion de « capitalocène », montrent que les systèmes monétaires et énergétiques entretiennent des relations étroites entre eux et occupent une dimension centrale dans le développement des grandes périodes du capitalisme¹⁸. Ainsi, l'hégémonie de l'Angleterre et de sa banque centrale au 19^{ème} siècle a été fondée conjointement sur le charbon et sur la livre sterling, ancrée sur l'étalon-or. De même, la domination du dollar, institutionnalisée par

¹⁶ Pierre-Cyrille Hautcoeur, « Crise de l'euro : regard d'un historien », *lafinancepourtous.com*, mars 2012.

¹⁷ Epstein, G.A. (2007), op. cit.

¹⁸ Malm Andreas (2016), *Fossil Capital: The Rise of Steam Power and the Roots of Global Warming*, Londres, Verso.

Aglietta Michel et Espagne Etienne (2018), « Le système monétaire International face aux cycles biogéochimiques », *Annales des Mines*, n° 92.

les accords de Bretton Woods, qui ont donné un rôle directeur à la Fed dans le système monétaire international, a été liée au pétrole dont les États-Unis produisaient les deux-tiers au lendemain de la seconde guerre mondiale. Par la suite, les dérèglements monétaires et financiers, qui ont conduit à l'effondrement du système monétaire de Bretton Woods au début des années 1970, ont été amplifiés par les chocs pétroliers de 1973 et 1979 et l'explosion du marché des pétro-dollars, réservoir important de la spéculation à l'échelle internationale.

II/ Le *central banking* se transforme face aux impératifs écologiques et sociaux

En ce début de 21^{ème} siècle, les dérèglements climatiques alimentés par l'utilisation intensive des énergies fossiles, à commencer par le pétrole et le charbon, sont devenus une dimension centrale de la crise du capitalisme mondialisé et financiarisé. Les banques centrales sont directement impactées par cette crise, étant donné les relations étroites entre monnaie et énergie. Ce qui devrait conduire à une nouvelle évolution du *central banking*, comme ce fut le cas lors des crises précédentes du capitalisme.

La responsabilité des banques centrales se trouve directement engagée par l'Accord de Paris de 2015 sur le climat, qui est le premier accord international dans lequel la relation entre monnaie et environnement apparaît de manière explicite car il stipule l'alignement des flux financiers avec les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre (article 2).

Les banquiers centraux semblent avoir pris conscience de leurs responsabilités historiques face au défi climatique, comme le suggère la déclaration du gouverneur de la Banque de France en juin 2019 : « *La première banque centrale de l'histoire, la Risbank, a été fondée au XVII^e 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* »¹⁹.

De son côté, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, 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. La participation de la BCE au financement du *Green Deal* européen pourrait traduire un tel engagement. Il faut rappeler que les statuts, définis notamment par l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union et l'article 3, alinéa 3, du Traité de l'Union, donnent explicitement mandat à la BCE de contribuer à « *un haut niveau de protection et à l'amélioration de l'environnement* »²⁰.

Pour répondre aux impératifs de la transition écologique et sociale, des transformations profondes et radicales du *central banking* apparaissent nécessaires, avec la mise en place d'un nouveau cadre théorique, opérationnel et institutionnel.

2.1/ Changement de paradigme théorique

Le réchauffement climatique, ainsi que la pandémie du Covid-19, s'inscrivent dans la logique du capitalocène, c'est-à-dire des transformations de l'écosystème de la planète liées au fonctionnement du capitalisme. Le capitalisme contemporain est en proie à une profonde contradiction interne : la financiarisation et la surexploitation de la planète et de ses ressources

¹⁹ Villeroy de Galhau François (2019), *Revue de stabilité financière*, n°23, juin

²⁰ Cette référence explicite aux objectifs environnementaux concernant la BCE n'est pas présente dans les mandats des banques centrales des États-Unis et du Japon.

énergétiques fossiles, qui sont au cœur du capitalisme mondial, ont fragilisé ce système économique et conduit à la crise financière et écologique actuelle. Un nouveau paradigme financier, refondant les relations entre finance et nature, est devenu nécessaire. Un point particulièrement intéressant de jonction entre finance et environnement est la question du financement de la transition énergétique. La réponse réside dans le concept central de la monnaie, institution sociale primordiale de l'économie.

Deux conceptions théoriques de la monnaie s'affrontent. D'un côté, un courant dominant parmi les économistes et les banquiers centraux, qui défend l'orthodoxie monétaire héritée de l'école de la monnaie, postule que la monnaie est neutre et ne peut interférer avec le fonctionnement des marchés supposés efficaces. Et, d'un autre côté, un courant de pensée, qui puise ses analyses dans les travaux précurseurs de Karl Marx, Karl Polanyi et J.M. Keynes, s'oppose à cette vision réductrice de la monnaie. Ainsi, en partant de l'analyse proposée par Karl Polanyi au moment de la crise des années 1930, il apparaît que la crise du libéralisme et la société de marché provient du « désencastrement » du travail, de la terre et de la monnaie d'avec la société dont ils constituent la « substance »²¹. 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. Les analyses de Karl Marx et J.M. Keynes, basées sur la notion d'économie monétaire de production, fondent l'idée défendue par leurs successeurs contemporains selon laquelle la monnaie doit être considérée comme une institution sociale et politique et non pas comme un instrument au service des marchés²². C'est parce que la monnaie est un lien social qu'il convient de récuser toute vision utilitariste qui réduit celle-ci à un simple moyen d'échange. Car la monnaie est pouvoir, celui de décider ce que la société produit et quand elle le fait. Les anticipations de profit influencent la décision d'investir et donc la demande de crédit. L'investissement et le niveau de production ne dépendent donc pas de l'épargne préalable mais de la création monétaire. Selon cette conception de la monnaie, les banques centrales ont un rôle stratégique car elles doivent veiller à ce que la médiation monétaire favorise l'articulation des dynamiques écologiques, sociales et humaines. Les banques centrales peuvent redéfinir la politique monétaire afin qu'elle puisse prendre en compte un enjeu central qui est celui du financement de la transition écologique et d'un développement économique respectueux de critères sociaux et écologiques. Ainsi, selon cette conception de la monnaie, les banques centrales doivent faire en sorte que la monnaie redevienne le trait d'union social, c'est à dire l'institution sociale au service de la transition écologique et sociale. Ainsi, la banque centrale a le pouvoir d'orienter la création monétaire en fonction des priorités définies par les pouvoirs publics.

Dans le cadre de ce paradigme, les deux principes qui ont fondé le *central banking* monétariste doivent être remis en cause. C'est d'abord le principe de séparation des politiques de stabilité monétaire et financière, dont la crise de 2007 a montré les effets nocifs²³. En effet, monnaie et finance sont étroitement liées et entretiennent des relations complexes et ambivalentes. Car la stabilité monétaire peut conduire à l'instabilité financière, comme l'ont montré les économistes post-keynésiens, avec le paradoxe de tranquillité de Hyman Minsky²⁴ et le paradoxe de crédibilité de

²¹ Polanyi, K. (1944), *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd ed. (2001), Foreword by Joseph E. Stiglitz; introduction by Fred Block. Boston: Beacon Press.

²² Alary Pierre, Blanc Jérôme, Desmedt Ludovic et Théret Bruno (eds) (2020), *Institutionalist theories of money: an anthology of the French school*, Palgrave

²³ Betbèze Jean-Paul, Couppey-Soubeyran Jézabel et Plihon Dominique (2011), op. cit.

²⁴ Minsky Hyman (1986), *Stabilizing an instable economy*, Yale University Press, New Haven.

Claudio Borio et White²⁵.

En second lieu, il est essentiel que les banques centrales abandonnent 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 ne serait donc pas dans le rôle des banques centrales de prendre de mesures en faveur des industries bas carbone.

Ce cadre théorique est inadéquat car le changement climatique doit être considéré comme une défaillance du marché, dans la mesure où il crée d'importantes externalités qui échappent à la régulation par les mécanismes du marché. La défaillance du marché liée au climat prend différentes formes, parmi lesquelles l'instabilité systémique et endogène, source d'incertitude, ainsi que l'allocation sous-optimale des ressources financières, par exemple l'octroi de crédits par les banques à des activités socialement indésirables, telles que les entreprises à forte intensité carbone ou polluantes.

La tarification du carbone et la réglementation environnementale sont les premières mesures à prendre pour résoudre les problèmes liés au changement climatique. Les gouvernements peuvent également donner un mandat aux banques centrales pour « verdir » la régulation financière et la politique monétaire²⁶.

2.2/ 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 ont commencé à se mobiliser face au défi climatique. Une quarantaine de banques centrales ont constitué à partir de 2017 un « réseau pour le verdissement du système financier » (*Network for Greening the Financial System - NGFS*) avec l'objectif d'identifier les risques climatiques, développer des tests de résistance au changement climatique pour les institutions financières. Elles ont traité la question de la surveillance prudentielle des risques liés au climat, mais elles n'ont pas fait de progrès significatifs en ce qui concerne la question cruciale du « verdissement » de la politique monétaire. Comme le constatait Benoit Coeuré, membre du directoire de la BCE, en novembre 2018 : « *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* »²⁷.

Refonder la politique monétaire pour intégrer les dynamiques écologiques est ainsi reconnu comme une évolution nécessaire, mais encore largement inachevée. Dans cette perspective, il serait souhaitable que la BCE et les autres banques centrales commencent par éliminer les actifs fortement polluants de leurs portefeuilles et par utiliser des critères climatiques pour évaluer tous les actifs actuellement éligibles aux opérations monétaires. Des travaux récents ont en effet montré que les interventions récentes de la BCE et de la Banque d'Angleterre, qui ont pris la forme d'opérations de

²⁵ Borio Claudio et William White (2007), "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes", *BIS Working Papers*, n° 147.

²⁶ Krogstrup Signe and Oman William (2019), "Macroeconomic and Financial Policies for Climate Change Mitigation: A Review of the Literature", *IMF WP* 19/185

²⁷ Coeuré Benoît, member of the Executive Board of the ECB (2018), "Monetary policy and climate change", Conference on "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks", Berlin, November 8.

politique monétaire non conventionnelles (achats d'obligations de sociétés), sont loin d'être « neutres »²⁸. Elles ont été fortement biaisées en faveur des secteurs tels que l'industrie automobile et les carburants. Les impératifs de la transition sociale et écologique commandent aux banques centrales d'exiger de la part des banques ordinaires, pour pouvoir accéder au refinancement, des titres financiers représentant des crédits alloués sur des critères de haute soutenabilité sociale et écologique. Par ailleurs, il apparaît que les banques centrales disposent de leviers importants pour verdir leur politique monétaire, tant conventionnelle que non conventionnelle²⁹.

Verdir la politique monétaire conventionnelle

Il est possible de verdir la politique monétaire sans nuire aux objectifs traditionnels de stabilisation macroéconomique des banques centrales. Plusieurs leviers peuvent être utilisés, comme l'ont montré des travaux récents³⁰. Le premier levier repose sur le principal instrument de la politique monétaire, celui des taux d'intérêt directeurs fixés par les banques centrales. Ces taux appliqués à l'occasion des opérations de refinancement peuvent être modulés pour chaque banque en fonction du risque climatique moyen de son portefeuille. La procédure peut consister à attribuer à chaque banque une note climatique synthétique qui sert à calculer la prime de risque climatique appliquée à celle-ci par la banque centrale.

Un deuxième canal d'action stratégique des banques centrales est celui des collatéraux qui consiste à intégrer des critères environnementaux dans leur politique d'éligibilité. Dans ce cadre, les banques centrales adaptent leurs critères d'éligibilité des collatéraux acceptés lors des opérations de refinancement en fonction des impératifs climatiques ; les conditions de refinancement appliquées aux banques étant directement liées à la qualité climatique des collatéraux. Des travaux récents ont montré que le verdissement des critères d'éligibilité peut avoir un impact significatif sur la politique de distribution du crédit par les banques³¹.

D'autres instruments de la politique monétaire traditionnelle peuvent être utilisés, selon le contexte institutionnel de chaque pays. Comme le note Epstein (2007), les « réserves obligatoires fondées sur les actifs étaient [historiquement] largement utilisées [...] pour promouvoir les prêts aux secteurs souhaités »³². Ainsi, il est possible d'influencer l'allocation de crédit en utilisant des réserves obligatoires différenciées, par exemple, selon la composition des portefeuilles des banques commerciales.

Verdir la politique monétaire 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

²⁸ Matikainen S., Campiglio, E. and Zenghelis D. (2017), *"The climate impact of quantitative easing"*, Policy paper, London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics. Stanislas Jourdan et Wojtek Kalinowski (2019), *Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne*, Positive Money & Veblen Institute, March.

²⁹ United Nations (2017), *"On the role of central banks in enhancing green finance"*, *Inquiry working paper* 17/01, February.

³⁰ Kempf Hubert (2018), « Verdir la politique monétaire », à paraître dans la *Revue d'Economie politique*.

³¹ Mésonnier, J.-S., O'Donnell, C. and Toutain, O. (2017). *"The interest of being eligible"*, *Banque de France Working Paper* #636

³² Epstein (2007), op. cit.

"obligations vertes". Cet « assouplissement quantitatif écologique » créerait une demande importante et stable d'obligations vertes émises par des entreprises ou des banques publiques de développement³³.

Si nécessaire, les banques centrales devraient pouvoir financer par la création monétaire des investissements publics liés à la transition écologique. Un « QE écologique », par le biais d'achats ou de rachats de titres, contribuerait de manière significative à l'accélération des investissements verts dans les infrastructures, le logement et les transports. Investir dans les énergies renouvelables et les infrastructures durables pourrait être le moyen le plus efficace de promouvoir une croissance durable, car les investissements futurs dans les infrastructures et les technologies devraient être bas carbone afin d'être pérennes et conformes aux objectifs de réduction des émissions à long terme fixés par l'accord de Paris sur le changement climatique. Un tel « QE écologique » interdirait tout achat futur d'obligations de secteurs à forte intensité carbone. En ce sens, il s'agirait d'un « assouplissement qualitatif » au lieu d'être un « assouplissement quantitatif ».

La crise du Covid-19, dont les racines écologiques sont aussi économiques et politiques, a donné lieu à des dépenses publiques massives qui ne peuvent être financées sans la garantie apportée par les rachats de titres publics effectués par les banques centrales. Cela concerne toutes les banques centrales, mais encore plus la BCE, étant donné l'absence de mutualisation des dettes publiques pour les pays membres de la zone euro. Plusieurs propositions ont été avancées pour que les dépenses requises par la crise sanitaire soient transposables au financement de la transition écologique. C'est, par exemple, la proposition d'une annulation par la banque centrale de dette publique qui serait conditionnelle à un engagement écologique³⁴. Ou de la transformation par la banque centrale de dettes publiques en dettes perpétuelles, sans remboursement, correspondant à des dépenses publiques ciblées sur les investissements publics pour la transition écologique³⁵.

2.3/ Transformation du cadre institutionnel

L'une des leçons de l'analyse historique présentée dans la première partie de cet article est que les banques centrales ont eu dans le passé un rôle déterminant en tant qu'agents du développement économique et social, la phase monétariste et néolibérale du *central banking* faisant exception. Pour renouer avec cette fonction historique, et permettre aux banques centrales d'être « parties prenantes » du processus de transition écologique et sociale, il est essentiel que soit transformé le cadre institutionnel dans lequel s'exerce l'action de la banque centrale. Deux raisons, économique et démocratique, fondent la nécessité de cette transformation institutionnelle. En premier lieu, les limites de la politique monétaire pour atteindre les objectifs de stabilisation et de développement économique sont désormais reconnus, y compris par les banquiers centraux. Les politiques prudentielle, budgétaire et fiscale sont des compléments nécessaires de la politique monétaire³⁶. Ce qui plaide pour une coordination institutionnalisée des principaux leviers à la

³³ Anderson (2015) op. cit.

³⁴ Bridonneau Baptiste et Scialom Laurence (2020), « Des annulations de dettes publiques de la BCE : lançons le débat », *Terra Nova*, 17 avril.

³⁵ Harribey Jean-Marie, Jeffers Esther et Plihon Dominique (2020), « La monnaie au service de la société », *note du Conseil scientifique d'Attac*, 29 avril. <https://france.attac.org/nos-publications/notes-et-rapports/article/la-monnaie-au-service-de-la-societe>

³⁶ Bolton Patrick et alii (2020), *The green swan – Central banking and financial stability in the age of climate change*, BIS, Eurosystem, Banque de France, January

disposition des autorités publiques, dans le cadre d'un « *policy mix* vert », illustré par le tableau ci-dessous.

Un cadre global pour un *policy mix* vert

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 les ratios de capital	Politique fiscale Prix tutélaire du carbone Taxation du carbone
Politique non conventionnelle Quantitative et qualitative easing verts Financement monétaire des investissements publics verts	Politique macro-prudentielle Stress tests climatiques	Politique budgétaire Investissements publics Subventions publiques Garanties publiques

Source : les auteurs, à partir de Hannoun, BIS, 2010³⁷

En second lieu, l'élargissement du mandat des banques centrales et les responsabilités nouvelles qui leur ont été assignées, notamment dans le domaine prudentiel à la suite de la crise financière de 2007, plaident pour une évolution de leur statut dans leurs relations avec les élus et les parties prenantes de la société. Mettre la politique monétaire au service de l'intérêt général nécessite de reconsidérer l'indépendance politique des banques centrales, en distinguant leur autonomie opérationnelle de leur indépendance politique. Si le gouvernement ou les élus fixent les priorités et les objectifs poursuivis, il revient à la banque centrale de décider de l'instrument qu'elle juge le plus approprié pour atteindre les objectifs de politique monétaire, à condition qu'elle rende compte de son action auprès d'instances démocratiquement élues. Le cas du Royaume-Uni est intéressant à cet égard, les élus fixant l'objectif d'inflation de la Banque d'Angleterre, tandis que cette dernière est libre de choisir les modalités de son action pour atteindre cet objectif.

Conclusion

La doctrine et la politique des banques centrales n'ont cessé d'évoluer depuis la création des premières banques à la fin du 17^{ème} siècle. Les banques centrales sont en effet des institutions majeures du capitalisme et se sont adaptées aux grandes phases de son évolution historique. Deux traits communs ressortent de l'histoire longue du capitalisme et des banques centrales. C'est, en premier lieu, leur 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 avec le capitalisme financier de l'ère néolibérale, et qui est fondé sur le postulat d'efficacité des marchés financiers et sur le principe de neutralité de la monnaie et de la politique monétaire. Or ce paradigme monétaire et financier doit être abandonné. Le climat doit en effet être considéré comme un échec

³⁷ Hannoun, H. (2010), "Towards a global financial stability framework", 45th SEACEN Governors' Conference, Cambodia, February

du marché, ce qui implique une régulation publique. Et que, loin d'être neutre, la monnaie est une institution sociale, source de pouvoir, comme l'illustre l'hégémonie de la livre et de la Banque d'Angleterre au 19^{ème} siècle et celle du dollar et de la Fed au 20^{ème} siècle.

Le deuxième trait essentiel dans l'histoire des banques centrales est que l'émergence des premières banques centrales correspond au début de l'ère du capitalocène pendant laquelle les systèmes énergétiques ont entretenu des relations étroites avec les systèmes monétaires. Le règne de la Banque d'Angleterre et de la livre sterling a été associé à la domination du charbon, tandis que le règne de la Fed et du dollar sont allés de pair avec la domination du pétrole. Sortir de l'ère du capitalocène et des énergies fossiles, afin de faire face à la crise climatique, nécessite une transformation du paradigme monétaire dont les banques centrales devront être l'un des acteurs. En s'appuyant sur ces analyses, cet article expose les axes d'un nouveau *central banking* vert dans ses dimensions théorique, opérationnelle et institutionnelle.

Références bibliographiques

- Aglietta Michel (2017), *Macroéconomie financière*, Repères, La Découverte
- Aglietta Michel et Espagne Etienne (2018), « Le système monétaire International face aux cycles biogéochimiques », *Annales des Mines*, n° 92.
- Alary Pierre, Blanc Jérôme, Desmedt Ludovic et Théret Bruno (eds) (2020), *Institutionalist theories of money: an anthology of the French school*, Palgrave
- Bagehot Walter (1873), *Lombard Street*, Henry S. King & Co., London
- Betbèze Jean-Paul, Couppey-Soubeyran Jézabel et Plihon Dominique (2011), « Banques centrales et stabilité financière », *Rapport pour le Conseil d'Analyse Économique*, n° 96.
- Blanchard, O. (2011): "Monetary Policy in the Wake of the Crisis", Presentation at the IMF Macro Conference 2011,
<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OB2presentation.pdf>
- Bolton Patrick et alii (2020), *The green swan – Central banking and financial stability in the age of climate change*, BIS, Eurosystem, Banque de France, January
- Bonneuil Christophe et Fressoz Jean-Baptiste (2013), *L'Événement Anthropocène. La Terre, l'histoire et nous*. Éditions du Seuil.
- Bordo Michael (2007), « A brief history of central banks », *Federal Reserve Bank of Cleveland*, December
- Borio Claudio et William White (2007), "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes", *BIS Working Papers*, n° 147.
- Bridonneau Baptiste et Scialom Laurence (2020), « Des annulations de dettes publiques de la BCE : lançons le débat », *Terra Nova*, 17 avril.
- Cœuré Benoît, member of the Executive Board of the ECB (2018), "Monetary policy and climate change", Conference on "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks", Berlin, November 8.
- Epstein, G.A. (2007), "Central Banks as Agents of Economic Development", in Chang, H.-J. (ed.), *Institutional Change and Economic Development*, New York et al.: co-published by United Nations University Press and Anthem Press, 95–114.
- Epstein, G. and Schor, J. (1990), "Macropolicy in the Rise and Fall of the Golden Age", in Stephen Marglin and Juliet Schor (eds), *The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience*. New York: Oxford University.

Giansante Simone, Fatouh Mahmoud and Ongena Steven, « Does quantitative easing boost bank lending to the real economy or cause other bank asset reallocation? The case of the UK », *Staff Working Paper No. 88*, August 2020.

Goodhart Charles (2010), « The changing role of central banks », *BIS working paper 326*, November 25, <https://www.bis.org/publ/work326.html>

Hannoun, H. (2010), "Towards a global financial stability framework", *45th SEACEN Governors' Conference*, Cambodia, February

Harribey Jean-Marie, Jeffers Esther et Plihon Dominique (2020), « La monnaie au service de la société », *note du Conseil scientifique d'Attac*, 29 avril. <https://france.attac.org/nos-publications/notes-et-rapports/article/la-monnaie-au-service-de-la-societe>

Kempf Hubert (2018), « Verdir la politique monétaire », à paraître dans la *Revue d'Economie politique*.

Kindleberger Charles (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, éditions P.A.U

Krogstrup Signe and Oman William (2019), "Macroeconomic and Financial Policies for Climate Change Mitigation: A Review of the Literature", *IMF WP 19/185*

Matikainen S., Campiglio, E. and Zenghelis D. (2017), "*The climate impact of quantitative easing*", Policy paper, London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics. Stanislas Jourdan et Wojtek Kalinowski (2019), *Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne*, Positive Money & Veblen Institute, March.

¹ Mésonnier, J.-S., O'Donnell, C. and Toutain, O. (2017). "The interest of being eligible", *Banque de France Working Paper #636*

Malm Andreas (2016), *Fossil Capital: The Rise of Steam Power and the Roots of Global Warming*, Londres, Verso.

Minsky Hyman (1986), *Stabilizing an instable economy*, Yale University Press, New Haven.

Monnet Eric (2018), *Controlling credit, central banking and the planned economy in the postwar France (1948 – 1973)*, Cambridge University Press.

Polanyi Karl (1944), *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd ed. (2001), Foreword by Joseph E. Stiglitz; introduction by Fred Block. Boston: Beacon Press.

United Nations (2017), "On the role of central banks in enhancing green finance", *Inquiry working paper 17/01*, February.

Villeroy de Galhau François (2019), *Revue de stabilité financière*, n°23, juin.