

JUILLET 2025

POLICY PAPER



# LE VERDISSEMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES

---

CHRISTIAN DE BOISSIEU



Dans un contexte devenu plus incertain et plus compliqué à la suite des décisions de la nouvelle administration américaine, les impératifs de la lutte contre le changement climatique et de la transition énergétique et écologique demeurent.

Les banques centrales peuvent et doivent apporter leur contribution à cette transition, en « verdissant », dans une proportion à définir, la politique monétaire qu’elles mènent. Concrètement, cela veut dire compléter la palette des objectifs de la politique monétaire sans remettre en cause la place accordée aux objectifs prioritaires que sont la stabilité monétaire et la stabilité financière. Les modes d’intervention des banques centrales, qu’il s’agisse du refinancement des banques, d’achats fermes de titres ou des collatéraux acceptés lors d’opérations de prêts, doivent également être modifiés en conséquence.

Ce Policy Paper dresse l’état des lieux des débats et des pratiques concernant le verdissement des politiques monétaires. Les comparaisons internationales sont éclairantes, et l’Afrique ne doit pas être oubliée dans ces comparaisons. L’analyse, qui montre l’apport mais aussi les limites de ce verdissement, débouche sur plusieurs recommandations concrètes.

**CHRISTIAN DE BOISSIEU**

---

Vu la rapidité du réchauffement climatique et la multiplication de ses conséquences négatives, il demeure impératif de mettre en œuvre la Transition énergétique et écologique (TEE).

Dans tous les pays, il revient au pouvoir politique (exécutif et législatif) de fixer les objectifs, le calendrier et les voies et moyens de cette transition. Les banques centrales, qui reçoivent une délégation de pouvoir de la part des responsables politiques pour les missions qui leur sont confiées en vertu de leur statut, remplissent ces missions avec un fort degré d'indépendance, variable selon les pays. Elles le font sous l'exigence de transparence et de responsabilité (« accountability ») vis-à-vis des parties prenantes qui constituent leur environnement (le parlement, le ministère des Finances, les entreprises, mais aussi les citoyens, les syndicats, les partis politiques...).

Aujourd'hui, le contexte de cette TEE est désormais moins favorable, à plus d'un titre même si l'objectif de « zéro émission nette » de carbone à l'horizon 2050 reste affiché par nombre d'opérateurs microéconomiques et nombre de pays :

1. Le retour de Donald Trump à la Maison Blanche signifie du côté américain une remise en cause des prévisions et des recommandations du GIEC et des COP successives. Les États-Unis sont à nouveau sortis de l'Accord de Paris de 2015. Un autre signal, moins éclatant mais fort symbolique : la Fed a récemment quitté le réseau des banques centrales (143 à la date de mai 2025) traitant du « verdissement des systèmes financiers » (NGFS pour « Network for the Greening of the Financial System »), ce qui suscite un doute sur la véritable indépendance de la banque centrale américaine vis-à-vis du pouvoir politique. Graham Steele (2025), ancien du Trésor américain, conteste les déclarations officielles de la Fed à ce sujet ; il souligne le caractère éminemment politique de cette décision qui nuit gravement à sa réputation d'indépendance.
2. L'exigence du réarmement dans le contexte politique que l'on connaît, avec la persistance de menaces russes et l'implication moindre des États-Unis dans la défense de l'Europe, oblige beaucoup de pays, les Européens mais pas seulement eux, à accroître drastiquement les budgets consacrés à la défense. Ce qui, mécaniquement, laisse moins d'espace pour le financement de la TEE. Ce délicat arbitrage entre la défense et la TEE risque de durer plusieurs années, et donc de compliquer l'atteinte des objectifs des COP.
3. La gouvernance mondiale de la TEE demeure très limitée, malgré le GIEC et les COP. Sur le sujet, et pour de nombreuses raisons, le G7 et le G20 brillent par leur absence. La montée de l'extra-financier (les critères ESG, pour désigner respectivement l'environnement, le social et la gouvernance) dans la conduite des entreprises est un phénomène mondial, et il va le demeurer. Cependant, la phase en cours de dérégulation aux États-Unis ainsi que la difficulté de nombre d'entreprises européennes de se conformer à la directive CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive) font que les critères extra-financiers sont l'objet d'une contestation, probablement temporaire tant ils demeurent incontournables sur le moyen-long terme.

Dans ce contexte, le verdissement des politiques monétaires est encore plus discuté qu'auparavant. Avant le retour de Donald Trump, ce qui suggère que tout n'est pas dû à ce retour, le Président de la Fed Jerome Powell (2023) a été très affirmatif sur les limites à poser en ce qui concerne le verdissement de la politique monétaire : « But without explicit congressional legislation, it would be inappropriate for us to use our monetary policy or supervisory tools to promote a greener economy or to achieve other climate-based goals. We are not, and will not be, a 'climate policy-maker' ». Une position claire, mais sujette à débat. Car un point est sûr : les banques centrales ne peuvent pas échapper aux exigences

---

de la « double matérialité ». Il leur faut en effet à la fois analyser l'impact du changement climatique sur leur propre situation (par exemple, à travers son effet sur les risques de leurs portefeuilles), mais aussi étudier en retour les conséquences de leurs stratégies sur le climat, via en particulier leur bilan carbone. On le sait depuis la problématique du rapport Stern (2007), le coût de l'action contre le changement climatique, à ne pas négliger, reste quand même nettement inférieur au coût de l'inaction, et cela doit s'appliquer aux banques centrales comme aux autres opérateurs .

Le climat n'est pas le seul critère à considérer. Les débats concernent aussi la nature, sous l'angle de la biodiversité, de la politique de l'eau...Même si le couple climat/nature est difficile à dissocier, ce Policy Paper privilégie ce qui touche au changement climatique et à la TEE.

L'objet de ce Policy Paper est d'analyser les raisons mais aussi les limites du verdissement des politiques monétaires.

## **LE BILAN CARBONE DES BANQUES CENTRALES.**

Comme la plupart des autres opérateurs, les banques sont tenues de publier leur bilan carbone. Comme eux, elles se fixent un objectif de neutralité carbone à un certain horizon, différent d'une banque centrale à l'autre.

En pratique, l'empreinte carbone de la banque centrale fait référence à deux aspects bien distincts : la décarbonation de ses activités, et la décarbonation de son portefeuille de titres financiers. Plusieurs banques centrales ont ouvert la voie, désormais largement empruntée, sur le premier aspect. Ainsi , la Reserve Bank de Nouvelle Zélande adopte le périmètre large pour calculer ses émissions de carbone puisqu'elle ajoute les émissions directes (scope 1 de la définition normalisée au plan mondial) aux émissions indirectes (scopes 2 et 3). L'objectif affiché est ambitieux : réduire de 42% les émissions dites « opérationnelles » par rapport au niveau effectif de 2019/2020.

La Banca d'Italia affiche une démarche voisine, avec des calculs de son empreinte écologique encore plus ambitieux puisque, dans la vision la plus large du scope 3, ces calculs tiennent compte de toutes les activités de la banque centrale, y compris des émissions engendrées par la fabrication des billets et des pièces. Entre 2019 et 2022, l'empreinte carbone de la Banca d'Italia a reculé de 22%. Pour la Banque de France, la réduction a été de près de 15% de 2019 à 2021.

L'information sur l'empreinte du portefeuille de titres financiers complète utilement ce qui précède. Nombre de banques centrales calculent l'empreinte carbone de leur portefeuille d'actifs. Une opération complexe car elle suppose de combiner des conventions comptables. Ainsi, la banque centrale européenne (BCE) suit de près l'empreinte carbone des titres émis par les entreprises et qu'elle a achetés. L'Eurosystème (BCE et banques centrales nationales de la zone euro) s'efforce de réorienter ses achats de titres « corporate » mais également publics vers des émetteurs affichant de meilleures performances climatiques, et il se fixe, ce faisant, des objectifs de réduction pour l'empreinte carbone de son portefeuille. Par ailleurs, et dans une approche complémentaire, la part des obligations vertes dans le portefeuille de la BCE est passée de 13% en 2022 à 20% en 2023, avec une cible de 25% pour 2025.

---

## LA TEE ET LES OBJECTIFS DE LA BANQUE CENTRALE.

Quel est, quel doit être, le positionnement des banques centrales et de la politique monétaire à l'égard de la TEE ? Frank Elderson (2025), membre du directoire de la BCE, fournit une réponse précise et concise. D'après lui, les banques centrales et les régulateurs financiers sont des « policy takers », et non pas des « policy makers » vis-à-vis du climat et des risques naturels. Un point de vue séduisant, mais un peu trop restrictif. Certes, il ne revient pas aux banques centrales et aux régulateurs mais aux responsables politiques (via l'exécutif, le parlement, les COP annuelles...) et aux scientifiques (via le GIEC) d'analyser les scénarios possibles et, pour les responsables politiques, de choisir le cheminement au service des objectifs arrêtés au plus haut niveau. Certes, parmi les politiques publiques, la politique énergétique, la politique budgétaire et fiscale ou la politique industrielle sont plus directement et amplement sollicitées par et pour la TEE que la politique monétaire. Mais les banques centrales et les régulateurs bancaires et financiers peuvent, et même doivent, aider à la mise en œuvre de cette transition. Le débat porte moins sur le principe du soutien que sur son intensité : jusqu'à quel degré la politique monétaire doit-elle contribuer, à sa façon, à l'atteinte des objectifs climatiques fixés par le pouvoir politique ? Ainsi formulé, le débat soulève forcément la question des limites de l'indépendance des banques centrales...Mais, même si ces institutions acceptent de contribuer, en second rang derrière les politiques structurelles, à la réalisation de la TEE, elles sont et elles resteront, quoi qu'il arrive, libres du choix de leurs instruments.

En règle générale, les banques centrales cumulent deux principaux objectifs : la stabilité monétaire (lutte contre l'inflation) et la stabilité financière (lutte contre la fragilité des banques, les risques financiers systémiques), avec de possibles conflits et arbitrages entre ces deux objectifs. Certaines banques centrales, comme la Fed, ont un mandat qui ajoute aux cibles précédentes des objectifs concernant l'économie réelle : l'activité, l'emploi... Mais en pratique, les objectifs primaires, ceux qui sont en tête de la hiérarchie des objectifs, ne vont guère au-delà de la formule, déjà extensive au regard des comparaisons internationales, utilisée pour la Fed. Beaucoup de statuts des banques centrales aujourd'hui en vigueur s'en tiennent au mandat dual pour les objectifs primaires : stabilité monétaire et stabilité financière.

## L'IMPACT DE LA TEE SUR LES PRIX.

Dans un océan d'incertitudes, surnagent quand même quelques faits avérés. La TEE va se traduire, toutes choses égales d'ailleurs, par une montée des prix des énergies fossiles, des prix du carbone pour aller vers des niveaux sans commune mesure avec les prix de marché actuels du CO<sub>2</sub>, et des prix de certains minéraux stratégiques. Désormais, l'évolution du prix du gaz n'est plus parfaitement corrélée avec celle des prix du pétrole car, pour prendre l'exemple européen, la libéralisation du marché gazier dans l'UE et le développement du GNL expliquent cette décorrélation partielle. À plus long terme, le scénario de « zéro émission nette à l'horizon 2050 », à supposer qu'il demeure aujourd'hui crédible, implique une décarbonation massive de nos économies, donc un recul significatif de la demande et de l'offre d'énergies fossiles. Ce qui impliquerait que l'effet inflationniste de la TEE serait, à long terme, suivie d'une séquence inverse avec décrite tendancielle des prix du pétrole et du gaz ; pour combien d'années ? Une réponse précise est impossible en la matière...

---

Par ailleurs, la demande de matières premières nécessaires aux technologies vertes devrait être dopée, avec le risque de pénuries synonymes d'ajustements de prix. Sur ce dernier point, l'Agence internationale de l'énergie estime que la demande de minéraux industriels pourrait être multipliée par six d'ici 2040. La TEE va impliquer aussi des pénuries de main-d'œuvre dans les secteurs en grande transformation (BTP et construction, transports...), provoquant alors des augmentations de salaires et des prix tandis que d'autres secteurs connaîtront un chômage structurel. Sans complètement oublier que les risques associés à la dégradation de la nature, en plus des risques climatiques proprement dits, sont susceptibles d'engendrer de l'inflation, via un choc sur les prix agricoles par exemple.

Ainsi, la TEE va engendrer des mouvements dans les prix *relatifs* des biens et services, et des effets réels sur la demande et l'offre qui vont les accompagner. Ainsi, va-t-elle s'accompagner, toutes choses égales d'ailleurs, d'une augmentation des prix relatifs des biens et services intensifs en carbone. Mais les banques centrales n'ont pas à s'occuper de prix relatifs, sauf de cette catégorie particulière de prix relatifs que sont les taux d'intérêt. Elles doivent avant tout surveiller le niveau général des prix (NGP) et sa dynamique dans le temps.

Or, l'impact de la TEE sur l'évolution du NGP est beaucoup plus incertain, même s'il est beaucoup question de « greenflation ». Les études empiriques débouchent sur la conclusion que la TEE aura un impact inflationniste limité, et qu'en particulier la hausse des prix du carbone devrait être absorbée sans trop de difficultés par le système. Par exemple, selon W.McKibbin, M.Konrad et B.Weder di Mauro (2021), les producteurs auraient déjà absorbé dans leurs marges une partie de la taxe carbone. Des modèles macro-économétriques existent, mais plutôt que d'impossibles prévisions à long terme, ils débouchent sur des scénarios. À la Banque de France, Stéphane Dees et alii (2023) présentent des scénarios très contrastés auxquels il est hors de question d'affecter des probabilités *ex ante*. Des scénarios en effet contrastés, puisqu'ils vont d'une configuration de stagflation (inflation et recul de l'activité) au cas complètement inverse (croissance sans inflation) en passant par des d'autres combinaisons. Les auteurs ont chiffré les conséquences de ces différentes configurations à partir du modèle FR-BDF pour la France et du modèle NIGEM pour le reste du monde, ce dernier modèle étant souvent mobilisé par les banques centrales membres du réseau NGFS.

## **FAUT-IL RELEVER L'OBJECTIF D'INFLATION DES BANQUES CENTRALES AU NOM DE LA TEE ?**

Il convient de noter ce constat impressionnant : à partir de contextes institutionnels et politiques différents, les banques centrales des pays avancés convergent désormais vers le même objectif d'inflation (« inflation target »), à savoir 2% par an sur le moyen terme. Même la BCE, qui avait pendant longtemps adopté une formulation légèrement distincte (« un taux d'inflation inférieur à 2% mais proche de ce chiffre »), a validé la cible de 2%.

Périodiquement, face à des chocs inflationnistes, certains économistes évoquent l'intérêt qu'il y aurait à élargir la cible vers 3% voire 4% d'inflation. Le débat a été ouvert à l'occasion de la Covid-19 et de la guerre en Ukraine. Il ressurgit avec la TEE. Ainsi, Luiz Pereira da Silva (2025), ancien vice-gouverneur de la banque centrale du Brésil et ancien directeur général adjoint de la BRI, soutient que les conséquences inflationnistes de la TEE justifieraient de relever la cible d'inflation à 3%. L'ajustement proposé reste modique. Autant une cible de 4% par an pourrait, via le relèvement des anticipations d'inflation, déclencher un processus cumulatif d'inflation compliquant sérieusement la tâche de la politique monétaire, autant une cible de 3% ne modifierait qu'à la marge la problématique de la politique monétaire.

---

Cela dit, demeure posée la question centrale qui n'est pas tranchée par les modèles macro-économétriques évoqués plus haut : le choc inflationniste dû à la TEE est-il certain ? Si oui, sera-t-il durable ou transitoire ? Si le choc ne devait être que transitoire, il n'y aurait alors aucune raison pour les banques centrales de relever leur objectif d'inflation. Derrière cette conclusion, se pose inévitablement une question liée : le transitoire évoqué ici correspond-il à quelques années, ou peut-il aller jusqu'à plusieurs décennies ?

## L'IMPACT DE LA TEE SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE.

Les risques climatiques nés de la TEE sont, depuis la présentation de Mark Carney (2015), regroupés en deux catégories :

- Les risques physiques. Il s'agit des dommages matériels dus à des événements climatiques comme des ouragans et des cyclones, des marées exceptionnelles et des tsunamis, une sécheresse exceptionnelle...
- Les risques de transition. La notion est beaucoup plus large, car elle fait référence à l'ensemble des changements induits par la TEE, concernant aussi bien les politiques publiques, l'innovation et les technologies disponibles que les comportements individuels de production et de consommation ou la valorisation des différentes classes d'actifs. Ces changements combinent, pour les différents agents économiques, d'un côté des gains et des opportunités et de l'autre côté des pertes effectives ou potentielles. Les risques de transition évoquent cette dernière catégorie.

C'est à travers le souci de la stabilité financière et les exigences de la politique macro-prudentielle que les banques centrales et les superviseurs/régulateurs ont été sensibilisés aux implications de la TEE, avant même de se pencher sur les conséquences de cette transition pour la conduite de la politique monétaire. La crise financière systémique enclenchée en 2007-2008 a laissé des traces durables pour la promotion de la stabilité financière au rang des objectifs primaires des banques centrales.

Partout dans le monde ou presque, en effet, les banques centrales ont ajouté à leur objectif de stabilité monétaire un objectif de stabilité financière. À ce titre, elles doivent, en liaison étroite avec les superviseurs/régulateurs des banques, des assureurs et des marchés financiers, mettre en œuvre une politique de prévention des risques systémiques nés des défaillances du côté des intermédiaires financiers ou des marchés financiers. Sans oublier que les banques centrales ont elles-mêmes à identifier et gérer leurs propres risques climatiques : leur portefeuille d'actifs est également exposé à des risques physiques et à des risques de transition, et il leur faut montrer à cet égard le même degré de transparence que les banques ou les compagnies d'assurance.

Les banques centrales doivent « marcher sur les deux jambes », c'est-à-dire combiner réglementation prudentielle (exemples de Bâle III pour les banques) et supervision étroite des établissements. En cas de crise bancaire ou financière systémique, les banques centrales interviennent, d'une façon ou d'une autre, comme prêteurs de dernier ressort.

Les risques climatiques vont toucher l'ensemble des établissements, publics ou privés, financiers ou non financiers. Prenons l'exemple d'une banque. Si elle possède des guichets en bord de mer, elle s'expose à des risques physiques dus à la montée du niveau des eaux, à des tsunamis, etc. Elle va devoir également gérer des risques de transition associés à la dévalorisation d'une partie de son portefeuille (cas, entre autres, des titres émis par des

---

émetteurs du secteur des énergies fossiles), des risques provoqués par les inflexions des politiques énergétiques et environnementales et par les comportements des producteurs comme des consommateurs. Les risques financiers de la transition sont susceptibles d'engendrer des « moments Minsky », c'est-à-dire une chute brutale des prix de certains actifs financiers, qui peut être l'amorce d'une crise majeure. Comme pour les autres types de risques (de crédit, de marché, de liquidité ou bien risques opérationnels), les risques climatiques peuvent aussi entraîner la faillite de certaines banques provoquant, via un classique effet de domino, une crise bancaire systémique.

L'idéal serait de pouvoir compter ici sur l'auto-régulation, c'est-à-dire la volonté et la capacité des banques (le même raisonnement s'applique aux compagnies d'assurance et de réassurance, et en pratique à l'ensemble des établissements financiers) à définir les concepts pertinents, collecter les data utiles et construire les indicateurs nécessaires à la gestion de tels risques. L'expérience montre que l'auto-régulation est en ce domaine nécessaire mais insuffisante. C'est pourquoi le Comité de Bâle (The Basel Committee on Banking Supervision) a publié en 2023 un document consultatif sur la gestion des risques climatiques par les banques. La consultation auprès de la profession bancaire a, pour l'essentiel, validé le document initial. Les nouvelles exigences prudentielles sont faites au titre du pilier III de Bâle III, qui traite de la « discipline de marché » et des exigences de transparence. Il faut donc noter qu'à ce stade, le pilier I de Bâle III qui traite de la définition concrète des ratios imposés aux banques n'est pas modifié par la considération des risques climatiques, mais la solution proposée pourrait évoluer de manière pragmatique au fur et à mesure que nous avancerons dans la TEE.

Pour enrichir le pilier III, en dessinant presque les contours d'un nouveau pilier III de nature climatique, le Comité de Bâle demande aux établissements bancaires de rassembler des informations qualitatives sur leur gestion des risques climatiques : quelle gouvernance ? quelle stratégie d'atténuation et/ou d'adaptation face à ces risques ? quelle prise en compte des risques nés d'une concentration sectorielle excessive ? Le Comité ne s'arrête pas là puisqu'il ajoute des exigences quantitatives telles que les expositions par secteur, par zone géographique...Compte tenu du poids du logement et des bureaux dans l'émission de gaz à effet de serre, une attention particulière est portée aux engagements bancaires vis-à-vis de l'immobilier. Le chemin à parcourir va être exigeant et long. Avant même la démarche précitée du Comité de Bâle, la BCE relevait en 2019 que seulement 25% des banques sous sa supervision directe (pourtant des banques « significatives », en pratique pour l'essentiel les grandes banques de la zone euro) prenaient en compte convenablement leurs risques climatiques.

Comme le Conseil de stabilité financière, le Comité de Bâle ne peut émettre que des recommandations. Il s'agit donc de « droit mou » : libre à chaque juridiction de faire ce qu'elle entend de telles recommandations. Sauf que pour l'Union européenne, le « droit mou » a été transformé en « droit dur », via des directives et des règlements qui ont transposé – et à certains égards même sur-transposé – les accords successifs obtenus à Bâle. Vu la valeur différente accordée aux travaux de Bâle selon les juridictions, il ne faut pas s'étonner des disparités constatées en ce qui concerne leur portée. À partir d'un échantillon de 14 banques asiatiques et de 6 banques européennes, M.A. Moreau et A. Mohan (2025) constatent sur les données de 2023 que seulement 25% des premières respectaient les obligations de déclaration et de reporting du Comité de Bâle pour les risques climatiques, contre 63% pour les banques européennes. L'échantillon retenu pour cette étude n'est certainement pas représentatif au sens statistique. Mais il illustre bien les limites de la coordination internationale en matière de réglementation prudentielle des banques.

---

# VERS UN ÉLARGISSEMENT DU MANDAT DES BANQUES CENTRALES ?

## 1-Approche par la règle de Taylor.

La règle de Taylor (1993) formalise bien le mandat et la fonction de réaction de la banque centrale, puisqu'elle analyse la variation de l'instrument principal de la politique monétaire (le taux directeur de la banque centrale) en fonction de l'objectif d'inflation et de l'objectif relatif à l'activité économique. Dans la version canonique de la règle de Taylor, sont pris en considération d'une part l'écart entre la cible d'inflation (par exemple 2% par an) et l'inflation courante et d'autre part la différence entre le PIB (ou le taux de croissance du PIB) potentiel et le PIB (ou le taux de croissance du PIB) effectif.

F.Jawadi, P.Rozin et A.Idi Cheffou (2024) testent, pour les États-Unis, une règle de Taylor « augmentée » par l'intégration d'objectifs représentatifs de la TEE. L'étude débouche sur plusieurs conclusions :

- a.** L'intégration dans la règle de Taylor de nouvelles variables explicatives à côté des variables habituelles (inflation et activité) améliore un peu les ajustements,
- b.** L'ajout d'indicateurs censés représenter les objectifs écologiques ne réduit pas la pondération accordée par la Fed à l'objectif de stabilité des prix. Il y aurait donc une complémentarité plutôt qu'un arbitrage entre les divers types d'objectifs,
- c.** La Fed serait plus sensible aux risques de transition qu'aux risques physiques nés de la TEE. La sensibilité de la banque centrale américaine aurait crû dans la période récente, surtout depuis 2020.

La nouvelle sortie des États-Unis de l'Accord de Paris va-t-elle réduire la sensibilité de la Fed aux risques climatiques ? Nous devrions le savoir assez vite, et il y aura là, comme indiqué, un test supplémentaire de l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique. De toute façon, d'autres travaux seront indispensables pour vérifier la pertinence ou non de cette approche par la règle de Taylor « augmentée ».

## 2) Face à l'élargissement des objectifs, quels instruments ?

Rajouter aux objectifs fondamentaux (ou primaires) de stabilité monétaire et de stabilité financière ne serait-ce qu'un seul objectif climatique pose à la politique monétaire un souci de cohérence. La règle de Tinbergen requiert en effet l'égalité entre le nombre d'objectifs distincts et le nombre d'instruments de la politique économique. Enrichir le mandat des banques centrales sans élargir la palette des outils à leur disposition poserait un problème de non-cohérence de la politique monétaire. À la règle de Tinbergen s'ajoute, de façon générale, le principe mis en évidence par Robert Mundell et qui applique à la politique économique l'argument des avantages comparatifs : chaque instrument doit être employé pour atteindre l'objectif vis-à-vis duquel il possède un avantage comparatif pour la réalisation de cet objectif. En élargissant le mandat des banques centrales vers les objectifs climatiques, il ne suffirait donc pas de confier à la politique monétaire des instruments supplémentaires, encore faudrait-il traiter cette question mundellienne de l'affectation des instruments aux divers objectifs.

---

### 3) La pertinence du clivage objectifs primaires/objectifs secondaires.

Dans une large majorité de pays, la banque centrale, comme déjà indiqué, se voit confier par ses statuts la réalisation de deux objectifs primaires : la stabilité monétaire et la stabilité financière. Si ces deux objectifs sont réalisés, en totalité ou presque, elle peut, et même elle doit contribuer à la réalisation d'objectifs secondaires (secondaires non pas dans l'absolu mais au regard du mandat qui lui est confié) comme l'activité, l'emploi... Cette hiérarchie des objectifs de la politique monétaire fait penser à ce que l'on appelle en théorie de la décision un ordre lexicographique : la banque centrale ne doit se préoccuper de ses objectifs secondaires qu'après avoir pleinement rempli la mission primordiale résumée par ses objectifs primaires.

C'est en partant de ce constat que Monica Di Leo (2023), interprétant l'expérience de la banque d'Angleterre, souligne la portée de l'évolution de la politique monétaire. Il n'y a pas de changement de paradigme, car la hiérarchie des objectifs n'est pas remise en cause : la stabilité monétaire et la stabilité financière restent les seuls objectifs primaires des autorités monétaires. Ce qui change, c'est en partie – et en partie seulement – la manière de les atteindre puisque la TEE exerce un impact sur les prix, sur la valorisation de certaines classes d'actifs financiers, immobiliers... Pour qualifier une telle configuration où les objectifs finaux de la politique monétaire ne changent pas alors que ses méthodes d'intervention doivent innover, l'auteure parle d'une configuration « thermostatique ». Le raisonnement est clair, le vocabulaire utilisé un peu moins...

Pour les banques centrales, les considérations et les objectifs écologiques ne seront donc pour elles au mieux que des objectifs secondaires, à considérer seulement une fois garanties la stabilité monétaire et la stabilité financière. Pour certaines banques centrales soucieuses d'une division du travail claire entre les différentes autorités publiques, la lutte contre le changement climatique ne serait même pas un objectif secondaire. Parmi les politiques publiques spécialement concernées par la TEE, la politique de l'énergie et la politique fiscale (à travers, par exemple, la taxe carbone) ont vocation à donner le statut d'objectifs primaires à des objectifs de nature écologique. Pour d'autres politiques publiques comme la politique budgétaire ou la politique industrielle, cette dernière redevenue à la mode dans nombre de pays avec le souci de la réindustrialisation, le débat est plus ouvert. Du côté américain, l'IRA (« Inflation Reduction Act ») a été présentée comme une mesure écologique puisque son dispositif permet de subventionner des entreprises installées aux États-Unis et vertueuses du point de vue écologique. Mais, en pratique, il s'agit d'une mesure de politique industrielle à vocation protectionniste. Dans cet exemple, l'écologie fait partie des objectifs primaires de la politique industrielle. Mais, dans beaucoup d'autres exemples, les liens entre l'une et l'autre sont nettement distendus.

## LES VOIES ET MOYENS DU VERDISSEMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES.

### Les options essentielles.

Notre démarche repose sur trois éléments essentiels, susceptibles bien sûr d'être discutés mais qui engagent et encadrent l'ensemble de la démarche.

---

## 1- Pas de financement monétaire significatif de la TEE par les banques centrales.

Certains économistes défendent aujourd'hui l'idée qu'une création presque sans limites de monnaie par la banque centrale pourrait et devrait permettre de contourner les contraintes de financement de la TEE. C'est le recours à la métaphore de la « monnaie hélicoptère », l'idée d'une sorte de création monétaire sans limites au service des objectifs climatiques. Qu'en penser ? Que le verdissement des politiques monétaires puisse se traduire, directement ou indirectement, par un gonflement du bilan des banques centrales (et donc par une création nette de monnaie par la banque centrale) ne pose pas de problème, tant que cet impact demeure marginal en comparaison des autres voies de financement de la TEE ( voir Ch.de Boissieu, 2023). Ce financement doit en effet passer par une mobilisation de l'épargne disponible plutôt que par une création monétaire additionnelle ; il doit privilégier des financements à long terme, indispensables pour développer les énergies renouvelables, rénover ou créer des centrales nucléaires...Une injection de monnaie par la banque centrale au service de la TEE et sans une limite modérée qui serait fixée a priori ne ferait, toutes choses égales d'ailleurs, qu'alimenter l'inflation.. une inflation qui remettrait en cause la capacité de se projeter à long terme, pourtant essentielle pour la TEE.

Ce qui vaut pour les banques centrales ne s'applique pas , avec la même rigueur, aux banques dites de second rang (banques commerciales...). Ces banques sont également directement impliquées dans le processus de création monétaire, comme le résume la formule canonique « loans make deposits ». Elles devront , elles aussi, participer au financement de la TEE , dans les limites et sous les contraintes de la réglementation prudentielle applicable. Mais il existe des différences significatives entre la monnaie banque centrale et la monnaie privée créée à l'initiative des banques et de leurs clients : alors que la première est sans limites a priori, la seconde est contrainte par la politique monétaire (coefficient de réserves obligatoires), par les comportements des agents non financiers (détention de billets par le public) et par la concurrence entre banques (importance des parts de marché des différentes banques). C'est la raison pour laquelle, au regard du financement monétaire de la TEE, il ne faut pas traiter tout à fait de la même façon les banques centrales et les banques de second rang.

## 2- Approfondir puis stabiliser les taxonomies vertes.

Comment reconnaître et valoriser les activités « vertes », en les différenciant des activités « non vertes » ? Si la banque centrale souhaite, dans ses interventions, favoriser les activités vertes ou plus généralement durables, elle a besoin de repères et de critères qu'elle ne construit pas elle-même mais qui lui viennent de l'extérieur. La question est centrale, et aujourd'hui loin d'être tranchée et de donner lieu à des solutions stabilisées. Les réponses sont fournies par des taxonomies, c'est-à-dire des classifications d'activités en fonction de critères de durabilité (« sustainability »). La durabilité intègre les aspects climatiques mais pas seulement, puisqu'en pratique elle élargit l'analyse vers l'ensemble des variables liées à l'environnement (y compris donc la biodiversité, la politique de l'eau...), ainsi que vers la plupart des critères rassemblés sous le sigle ESG. À la date de février 2024, le SBFN (Sustainable Banking and Finance Network) recensait la coexistence de 47 taxonomies de durabilité dans le monde, dont 3 à dimension supranationale (pour l'UE, l'ASEAN , l'Amérique latine et les Caraïbes). L'Inde a publié en mai 2025 sa taxonomie, qui s'efforce de combiner des aspects communs à la plupart des taxonomies existantes et des considérations propres à ce pays. L'Afrique n'est certainement pas à l'écart du mouvement, avec les taxonomies mises en œuvre en Afrique du Sud, au Rwanda, au Cap Vert...

---

À ce jour, il n'existe pas encore de taxonomie à dimension mondiale. Mais on note une forte convergence des taxonomies nationales, toutes obnubilées par le souci de transparence de l'information et le désir de lutter contre le « greenwashing ». Le SBFN, quant à lui, prône l'interopérabilité des solutions nationales. Du côté africain, la BAD vient juste d'engager un travail pour rapprocher les taxonomies nationales.

Les agences de notation extra-financière ont également un rôle essentiel à remplir pour affiner la définition des activités vertes ou plus généralement durables. Leur solidité financière (Vigeo/Eiris a été rachetée par Moody's, de Trucost par S&P...) et leur maîtrise des critères ESG facilitent la convergence de l'approche de la durabilité dans les différentes juridictions. Les banques centrales auraient tort de ne pas exploiter l'information véhiculée par les notes de ces agences de notation.

Prenons l'exemple de la taxonomie adoptée par l'UE en 2020. Elle s'inscrit dans la ligne du Pacte vert européen, et définit la durabilité en partant de six objectifs de base : 1/ l'atténuation du changement climatique, 2/ l'adaptation à ce changement, 3/ l'utilisation durable de l'eau et des ressources marines, 4/ la transition vers une économie circulaire, 5/ la prévention et le contrôle de la pollution, et 6/ la défense et la promotion de la biodiversité et des écosystèmes.

Pour qu'une activité soit considérée comme durable au sens de l'UE, il est nécessaire et suffisant qu'elle contribue à au moins l'un des six objectifs précédents sans aller contre la réalisation des autres objectifs, tout en respectant des critères supplémentaires relatifs aux droits de l'Homme et aux conditions de travail.

La démarche de l'EU comme celle des autres juridictions paraît donc exigeante. L'expérience relatée dans la remarquable étude comparative du SBFN montre quand même un écart entre les principes affichés et la réalité. De nombreux débats subsistent, concernant par exemple le degré de durabilité de certaines formes d'énergie, de certaines technologies liées à la TEE,... Les taxonomies vertes, sous-ensemble spécialement important des taxonomies de durabilité, vont devoir s'affiner et améliorer leur efficacité dans la lutte contre le greenwashing et pour la transparence de l'information à destination de tous les opérateurs, y compris des banques centrales. Le verdissement des politiques monétaires suppose que de sérieux progrès soient faits en la matière, avec l'ambition d'une harmonisation internationale plus affirmée.

### 3- Tenir compte du cycle économique et du cycle monétaire.

Il existe, sous l'angle qui nous intéresse ici, une asymétrie entre les périodes de politique monétaire expansive et les périodes de restriction monétaire. Lorsque la banque centrale souhaite soutenir la conjoncture, elle procède à des achats de titres et à des opérations de refinancement des banques sur une vaste échelle. La meilleure illustration dans la période récente a été fournie par le QE (« quantitative easing »), avec des achats massifs d'obligations publiques et privées par nombre de banques centrales. Dans une telle configuration, une fois la taxonomie adoptée, la banque centrale peut décider de favoriser les opérations qui vérifient, directement ou indirectement, les critères de durabilité.

En cas de politique monétaire restrictive, la banque centrale doit vendre des titres en sa possession pour restreindre la liquidité bancaire et la liquidité de l'économie, en plus de réduire le refinancement des banques. Il lui faut en particulier trouver des acheteurs de titres verts, ou de titres « bruns » si elle veut aligner la composition de son portefeuille sur des critères écologiques, et rien n'oblige les demandeurs de titres, généralement

---

des investisseurs privés, à afficher la même attirance pour de tels titres que les autorités monétaires. Voilà pourquoi une telle asymétrie entre achats et ventes de titres par la banque centrale fait que le verdissement de la politique monétaire est plus aisé à mettre en œuvre dans les phases de politique monétaire accommodante voire délibérément expansive comme le QE (Quantitative Easing).

La politique monétaire est sujette à des cycles qui dépendent avant tout, avec des décalages éventuels, du cycle économique en général. Après le QE, nous avons connu dans beaucoup de pays des politiques monétaires restrictives face au regain de l'inflation. Puis, depuis 2024, les banques centrales des pays du G7 ont abaissé leurs taux directeurs dans le contexte d'une inflation en recul et d'une conjoncture économique maussade. Le cycle inévitable des politiques monétaires fait que leur verdissement ne peut être lui-même que cyclique, variable dans son intensité et résolument pragmatique selon les périodes traversées.

## **LES CANAUX DU VERDISSEMENT DES POLITIQUES MONÉTAIRES.**

C'est par leur influence sur les conditions de financement de l'économie que les banques centrales peuvent contribuer à la réalisation des objectifs climatiques. Trois voies sont à privilégier : les conditions de refinancement des banques, les achats de titres par la banque centrale et le verdissement des collatéraux exigés lors des opérations de prêt de la part des autorités monétaires. Dans tous ces cas de figure, il est clair que les banques centrales doivent abandonner le principe de « market neutrality », qu'elles affichent par ailleurs souvent .

### **1- Le refinancement des banques par la banque centrale.**

La question posée est simple : la banque centrale doit-elle pratiquer un taux « vert », c'est-à-dire un taux concessionnel, donc plus favorable, lorsqu'elle refinance des crédits bancaires finançant des activités durables ? Inversement, doit-elle appliquer un taux de pénalité lorsqu'elle refinance des crédits finançant la production d'énergies fossiles,... ? La réponse est quelque peu compliquée.

Au plan des effets d'une sélectivité par les taux, des études empiriques suggèrent que les énergies renouvelables (solaire, éolien...) seraient plus sensibles au coût du capital que d'autres énergies, parce qu'elles seraient fortement intensives en capital. Ce point est discutable. Mais s'il était admis, cela voudrait dire que des taux d'intérêt concessionnels pour les énergies renouvelables accélèreraient donc leur installation et leur contribution à la lutte contre le changement climatique.

Plusieurs banques centrales pratiquent déjà un tel refinancement concessionnel pour les activités durables (voir les rapports du NGFS 2021 et 2024). La banque centrale de Hongrie a lancé en 2021 un programme de refinancement des banques à taux 0% s'il s'agit pour elle de refinancer des crédits bancaires aux particuliers destinés à financer la construction ou l'achat de logements à efficacité énergétique accrue. La même année, la Banque du Japon a introduit un programme de refinancement à taux 0 des crédits bancaires destinés à lutter contre le changement climatique. Elle demande aux banques de rendre transparents les critères utilisés pour qualifier de durables de tels concours. La PBOC (People' Bank of China), également depuis 2021, refinance les institutions financières à un taux préférentiel lorsqu'il s'agit de crédits finançant des projets réducteurs d'émission de CO2.

---

Pour la BCE et la zone euro, plusieurs ONG viennent d'adopter des recommandations allant dans la même direction. En 2024, Reclaim Finance (2025) ainsi que le Sustainable Finance Lab basé à Utrecht (Pays-Bas) font pression pour que la BCE adopte un taux de refinancement « vert », inférieur au taux normal, en utilisant la taxonomie de l'UE pour sélectionner les opérations ainsi privilégiées. Cette sélectivité serait mise en œuvre dans le cadre du programme de refinancement ciblé des banques de la zone euro appelé TLTRO (« Targeted Long Term Refinancing Operations ». Jusqu'à présent, la BCE a mis à l'étude une telle proposition, mais elle ne l'a pas mise en œuvre. Francesco Papadia (2025), ancien membre du directoire de la BCE, souligne plusieurs inconvénients ou plusieurs limites d'une telle sélectivité :

1. Elle suppose que la banque centrale puisse s'appuyer sur une taxonomie indiscutable des activités durables, une condition encore imparfaitement satisfaite aujourd'hui. ,
2. La BCE n'aurait pas de mandat clair pour introduire un taux d'intérêt vert. Remarquons que cette critique de F. Papadia est discutable, car il ne revient pas aux statuts d'une banque centrale de définir dans les détails le modus operandi de la politique monétaire. La banque centrale a avant tout des obligations de résultat, en l'occurrence la stabilité monétaire et la stabilité financière ; libre à elle de choisir les moyens qui servent de tels objectifs, ou du moins ne les remettent pas en cause,
3. Une telle sélectivité pourrait peser sur le compte d'exploitation de la banque centrale. Là aussi, l'argument est ouvert à la discussion. Car l'objectif d'une banque centrale n'est pas de maximiser ses profits ou les dividendes qu'elle reverse à l'État-actionnaire.

En pratique, en plus des limites maintes fois soulignées des taxonomies disponibles, deux objections principales sont à considérer. D'abord se pose la question de l'intérêt mais aussi des inconvénients d'une sélectivité trop marquée. L'analyse de A. Roy (2024) fait un point théorique et empirique sur le sujet. La sélectivité ainsi suggérée en faveur de la finance durable ou verte prend toute sa portée en cas de politique monétaire expansive, lorsque la banque centrale refinance abondamment les banques dites de second rang ; elle est beaucoup moins intéressante dans l'hypothèse d'une politique monétaire restrictive. On retrouve ici l'importance du cycle, évoquée plus haut. Ensuite, une sélectivité trop forte est susceptible de nuire à l'efficacité globale de la politique monétaire, car elle vient compliquer le guidage de la création monétaire par la banque centrale. Par exemple, sans parler du taux sur les facilités de dépôts, la BCE a deux taux de refinancement des banques, le taux habituel et le taux du refinancement marginal (qui est un taux de pénalité). Est-il raisonnable d'en ajouter un troisième (le taux vert), au risque de revenir à des périodes anciennes où le contrôle de la masse monétaire était devenu problématique à cause d'une trop forte sélectivité monétaire ? Il existe une dose de sélectivité à ne pas dépasser, même lorsque la politique monétaire veut soutenir des objectifs industriels, écologiques...

## 2- Les achats d'obligations vertes par les banques centrales.

Les banques centrales contribuent au financement de la TEE et aux objectifs climatiques en achetant des obligations vertes, reconnues comme telles par la taxonomie en vigueur, par les agences de notation extra-financière, etc. En pratique, il s'agit d'obligations émises par les entreprises (« corporate »). On parle souvent de « QE vert » pour désigner ces achats conséquents d'obligations vertes, même si, par ailleurs, le QE général n'est plus en place depuis quelques années.

Le marché des green bonds s'est développé rapidement, avec aussi bien des émissions d'entreprises (« corporate ») que des émissions souveraines. Par exemple, l'État chinois a lancé en avril 2025 sa première obligation verte, libellée en RMB pour un montant de 6

---

milliards et qui a connu un grand succès puisqu'elle a été sursouscrite plus de sept fois. L'opération doit servir à financer la TEE. Les émissions annuelles augmentent : 447 milliards USD enregistrés en 2024 (contre 422 en 2023), 600 milliards attendus pour 2025 et même 1 000 milliards si l'on ajoute les obligations sociales ou durables. Mais les encours demeurent modestes en comparaison du marché obligataire mondial.

Dans cette optique, les banques centrales sont incitées à débarrasser avant échéance de leurs obligations non vertes (« brown ») et à acheter à la place des obligations vertes. Une telle recomposition des portefeuilles a pour conséquence, toutes choses égales par ailleurs, de faire baisser le taux de rendement des obligations vertes (car leurs cours s'apprécient) et de faire monter le taux de rendement des titres « brown », creusant ainsi le différentiel de taux (la prime de risque) entre les deux catégories d'obligations. Alessandro Ferrari et Valerio Nispi Landi (2023) élaborent un modèle à deux secteurs, le vert et le marron. Ils montrent que la réduction du coût du capital pour les firmes du secteur vert équivaut pour elles à une subvention budgétaire, et que l'impact du QE vert est globalement modeste. Il est d'ailleurs supérieur lorsque la banque centrale réalise dès le début de la période des achats massifs d'obligations vertes que si elle met en œuvre une progression graduelle de ses achats. Par ailleurs, ce modèle formalise une pratique courante des gérants ESG : le choix des titres les plus attractifs du point de vue écologique se fait à l'intérieur d'un secteur donné (« best in class »), et non pas en considérant frontalement l'ensemble des secteurs (« best in universe »).

Le rapport du NGFS (2024) souligne l'intervention active sur le marché des green bonds, à partir de 2021, de la banque centrale de Hongrie, de la banque d'Angleterre et de la BCE. Le fait que les banques centrales cherchent, après des années de QE général, à réduire la taille de leurs bilans limite forcément les ambitions du QE vert. Mais il n'empêche pas que les banques centrales puissent, via ce canal, contribuer à la réalisation des objectifs climatiques. Dans ses recommandations, [Reclaim Finance](#) (2025) insiste sur le fait que la fin du QE global est compatible avec le verdissement des portefeuilles des banques centrales, et aussi sur la nécessité pour ces dernières de vendre avant échéance des obligations « brown » pour leur substituer des obligations vertes et, enfin, sur le renforcement indispensable de la transparence des émetteurs en matière écologique.

### 3- Le verdissement des collatéraux.

En mettant en œuvre une forte sélectivité à l'égard des collatéraux acceptés en garantie de leurs opérations de prêts, les banques centrales ont également le moyen de servir les objectifs climatiques fixés par les pouvoirs publics. Cette sélectivité peut prendre plusieurs formes :

1. exclure des collatéraux admissibles les titres émis par des entreprises polluantes ne respectant pas les critères de durabilité ;
2. sans aller jusqu'à l'exclusion totale, plafonner la proportion de titres émis par des entreprises polluantes et/ou non durables ;
3. ajuster le niveau des décotes (« haircut ») appliquées aux collatéraux selon leur degré de durabilité. Ainsi, la décote sera beaucoup plus faible, et l'effet de levier créé plus intense si les collatéraux correspondent davantage à des obligations vraiment vertes que pour des actifs « brown ».
4. profiter de cette sélectivité pour exiger plus de transparence de la part des sociétés émettrices de titres acceptés comme collatéraux.

---

Le respect de ces grands principes permet aussi aux banques centrales de limiter les risques climatiques figurant à leurs bilans.

Le NGFS (2024) relève que près du tiers des banques centrales membres du réseau, dont nombre de banques centrales européennes, ont déclaré en 2022 avoir adapté leur politique d'acceptation des collatéraux selon les principes ci-dessus. Parmi les institutions pionnières, on note la présence à nouveau de la banque centrale de Hongrie et de la BCE. Mais, précisément, la BCE, après avoir montré la voie, a tempéré ses ambitions initiales et a même donné l'impression de reculer. C'est pourquoi, dans ses recommandations sur le sujet, Reclaim Finance (2025) demande à la BCE d'appliquer à la lettre les principes évoqués et de veiller tout spécialement à l'exigence de transparence écologique des émetteurs de titres acceptés comme collatéraux et au respect par eux, à compter de la mi-2025, des obligations de reporting nées de la directive CSRD.

## **LA RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE ET LA FINANCE CARBONE.**

Les risques climatiques, qu'ils soient physiques ou de transition, concernent tous les intermédiaires financiers, directement s'ils sont portés et gérés par ces intermédiaires ou indirectement s'ils touchent d'abord leurs clients (emprunteurs, déposants, souscripteurs de contrats d'assurance...).

Ils viennent donc s'ajouter aux risques déjà pris en compte dans la définition réglementaire des ratios prudentiels, tout spécialement des ratios de solvabilité et des ratios de liquidité : risques de crédit (ou de contrepartie), risques de marché, risques opérationnels, risques de liquidité. En pratique, les risques climatiques sont susceptibles d'interférer avec et de renforcer certains de ces risques désormais classiques et globalement bien identifiés. Mais, à la différence de ces derniers, les risques climatiques sont difficiles à modéliser, car le recul historique fait défaut et le manque de data fiables nuit à la formalisation et à la prévision. C'est pourquoi les risques climatiques des banques ne sont pas aujourd'hui, au titre de Bâle III, pris en considération pour le calcul des RWA (« Risk-Weighted Assets ») des banques. La détermination des pondérations des engagements, nécessaire pour le calcul de ces RWA, demeure compliquée pour les risques climatiques. On peut penser que, dans quelques années, avec des données historiques, l'analyse stochastique de ces risques pourra se développer et qu'alors les risques climatiques des banques seront intégrés dans le pilier 1 de Bâle III et dans la définition précise des ratios prudentiels. En attendant, les risques climatiques sont à prendre en compte au titre de l'exercice discrétionnaire de la supervision bancaire (pilier 2 de Bâle III), mais aussi au nom de la discipline de marché et de l'exigence de transparence.

Le même raisonnement et la même conclusion valent pour la réglementation prudentielle des compagnies d'assurance ou de réassurance. Pour ces entreprises, les risques climatiques sont considérés au titre des piliers 2 et 3 de Solvency II, une étape nécessaire avant d'être intégrés plus tard dans le pilier 1.

---

## CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS.

Nous voulons insister sur plusieurs points :

1. Les banques centrales peuvent contribuer à la réalisation d'objectifs climatiques fixés par ailleurs par les instances politiques habilitées pour cela, à condition que ces objectifs demeurent secondaires pour les banques centrales et qu'ils ne remettent pas en cause la réalisation de leurs objectifs primaires que sont la stabilité monétaire et la stabilité financière.
2. Les banques centrales ne doivent en aucune façon financer de manière massive la TEE. Leur contribution à ce financement ne doit pas provoquer une relance de l'inflation et par là même remettre en cause l'objectif de stabilité monétaire.
3. C'est par une gestion active de leurs bilans, à travers des achats fermes de titres verts, le refinancement à des taux d'intérêt concessionnels de prêts en faveur d'activités vertes ou durables et des conditions plus favorables en faveur de collatéraux verts, que les banques centrales peuvent et doivent contribuer au financement de la TEE.
4. La sélectivité monétaire exigée au point précédent doit demeurer en deçà d'un certain seuil. Au-delà de ce seuil, l'efficacité de la politique monétaire globale serait menacée par un excès de sélectivité, comme l'histoire des politiques monétaires en fournit de nombreux exemples.
5. Pour opérer les interventions évoquées au point 3) en faveur de titre émis par des émetteurs impliqués dans la TEE, les banques centrales doivent appliquer les taxonomies en vigueur et tenir compte des notes publiées par les agences de notation extra-financière. Aujourd'hui, les taxonomies disponibles sont loin d'être satisfaisantes. Loin d'être stabilisées, elles vont évoluer pour améliorer leur pertinence technologique et leur côté opérationnel, et les banques centrales devront sans délai adapter en conséquence leurs critères de financement et de refinancement.
6. Les intermédiaires financiers doivent rapidement intégrer leurs risques climatiques dans la gestion globale de leurs risques. Les superviseurs et les régulateurs bancaires et financiers doivent veiller à ce qu'il en soit ainsi, en attendant l'aggiornamento des réglementations prudentielles (Bâle III, Solvabilité II,...) rendu, à terme, indispensable face à la prégnance des risques climatiques.
7. La coopération et l'échange d'informations entre banques centrales, via des réseaux comme le NGFS, vont rester essentiels malgré le retrait américain. Ce retrait est temporaire, mais il pourrait durer pendant tout le mandat de Trump II. Une raison de plus pour que les autres pays et les banques centrales autres que la Fed aillent de l'avant pour participer à la TEE et à son financement.

---

## RÉFÉRENCES

Basel Committee on Banking Supervision (2023), Disclosure of Climate-Related Risks, November.

Boissieu C de (2023), « Financer la transition énergétique et écologique » Policy Paper 08, Policy Center for the New South.

Carney M.(2015), « Breaking the Tragedy of the Horizon. Climate Change and Financial Stability », speech at The Bank of England, September 29.

Dees S., Wagner O., de Gaye A. and Thubin C.(2023), « The Transition to Carbon Neutrality : Effects on Price Stability », Bulletin de la Banque de France, March-April.

Dikau S. and Volz U.(2021), « Central Bank Mandates, Sustainability Objectives and the Promotion of Green Finance », Ecological Economics, March.

Dileo M. (2023), « Climate Policy at the Bank of England : The Possibilities and Limits of Green Central Banking », Climate Policy, volume 23,issue 6.

Elderson F.(2025), « From Concepts to Delivery : Accounting for Climate and Nature in Maintaining Price Stability and Keeping Banks Safe and Sound », speech at ECB , European Central Bank, February 12.

Ferrari A. and Nispi Landi V. (2023), « Toward a Green Economy : the Role of Central Bank's Asset Purchases » ECB Working Paper\_n°2779.

Jawadi F., Rozin P. and Idi Cheffou A. (2024), « Toward Green Central Banking : Proposing an Augmented Taylor Rule », Energy Economics, April.

McKibbin W.,Konradt M. and Weder di Mauro B. (2021), « Climate Policies and Monetary Policies in the Euro Area », paper for the ECB Sintra Forum, European Central Bank.

Moreau M.A. et Mohan A. (2025), « Enquête sur les déclarations des banques asiatiques par rapport à leurs homologues européennes », blog Banque de France, 7 février.

NGFS(2021), Adapting Central Bank Operations to a Hotter World. Reviewing Some Options, March.

NGFS(2024), Adapting Central Bank Operations to a Hotter World. Current Progress and Insights from Pratical Examples, July.

Papadia F. (2025), Comments on « A Green Interest Rate for the Eurozone », Sustainable Finance Lab, March 17.

Pereira da Silva L. (2025), « 3% Inflation Target Might be Needed due to Climate Change » , Green Central Banking, February 18.

Powell J.(2023), « Central Bank Independence and the Mandate. Evolving View », Symposium on Central Bank Independence,\_Sveriges Riksbank, January 10.

Reclaim Finance (2025), Stability ththrough Sustainability. January.

Roy A.(2024), « Green Monetary Policy to Combat Climate Change : Theory and Evidence of Selective Credit Control », Journal of Climate Finance, March.

---

Steele G.(2025), « The Fed Says it's Independent, but Leaving the NGFS was Political », Green Central Banking, March 18.

Stern N.(2007), The Economics of Climate Change. The Stern Review, Cambridge University Press.

Sustainable Banking and Finance Network (2024), Sustainable Finance Taxonomies, SBFN Toolkit.

Sustainable Finance Lab (2024), A Green Interest Rate for the Eurozone , October.

Taylor J.(1993), « Discretion versus Policy Rules in Practice », Carnegie-Rochester Conference Series, December.

## À PROPOS DE L'AUTEUR



### CHRISTIAN DE BOISSIEU

Senior Fellow au Policy Center for the New South, Christian de Boissieu est docteur en économie (Paris), agrégé des facultés d'économie et diplômé de Sciences Po Paris. Il a été « post-doctoral fellow » à Northwestern University et à Harvard, puis visiting scholar à la Réserve Fédérale américaine (Washington) ainsi que visiting fellow à l'Université du Minnesota. Il est Professeur émérite à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne). Il est membre de l'Académie des Technologies (France) et de l'Académie Royale de Belgique. Il a publié sur la monnaie, la finance et la banque, sur les questions de politique économique et sur l'intégration européenne, sur les questions monétaires internationales, sur les pays émergents et le développement. Christian de Boissieu est commandeur de la Légion d'honneur (France) et titulaire de décorations d'autres pays comme l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Maroc et l'Italie.

## À PROPOS DU POLICY CENTER FOR THE NEW SOUTH

Le Policy Center for the New South (PCNS) est un think tank marocain dont la mission est de contribuer à l'amélioration des politiques publiques, aussi bien économiques que sociales et internationales, qui concernent le Maroc et l'Afrique, parties intégrantes du Sud global. Le PCNS défend le concept d'un « nouveau Sud » ouvert, responsable et entreprenant ; un Sud qui définit ses propres narratifs, ainsi que les cartes mentales autour des bassins de la Méditerranée et de l'Atlantique Sud, dans le cadre d'un rapport décomplexé avec le reste du monde. Le think tank se propose d'accompagner, par ses travaux, l'élaboration des politiques publiques en Afrique, et de donner la parole aux experts du Sud sur les évolutions géopolitiques qui les concernent. [Lire plus](#)

### Policy Center for the New South

Rabat Campus of Mohammed VI Polytechnic University,  
Rocade Rabat Salé - 11103  
Email : [contact@policycenter.ma](mailto:contact@policycenter.ma)  
Phone : +212 (0) 537 54 04 04  
Fax : +212 (0) 537 71 31 54



[www.policycenter.ma](http://www.policycenter.ma)

