



N° 2259

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958
DIX-SEPTIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 18 décembre 2025.

RAPPORT D'INFORMATION

DÉPOSÉ

PAR LA COMMISSION DES AFFAIRES EUROPÉENNES ⁽¹⁾

*sur la **politique monétaire** de la zone euro
face au **défi climatique**,*

ET PRÉSENTÉ

PAR M. HENRI ALFANDARI ET MME DANIELÈ OBONO,
Députés

(1) La composition de la commission figure au verso de la présente page.

La Commission des affaires européennes est composée de : M. Pieyre-Alexandre ANGLADE, président ; Mme Manon BOUQUIN, M. Laurent MAZAURY, Mme Nathalie OZIOL, vice-présidents ; MM. Henri ALFANDARI, Maxime MICHELET, Mme Liliana TANGUY secrétaires ; MM. Gabriel AMARD, Philippe BALLARD, Mme Delphine BATHO, MM. Karim BENBRAHIM, Guillaume BIGOT, Mmes Céline CALVEZ, Sophia CHIKIROU, Nathalie COGGIA, Nathalie COLIN-OESTERLÉ, MM. Jocelyn DESSIGNY, Julien DIVE, Nicolas DRAGON, Charles FOURNIER, Mme Marie-Charlotte GARIN, M. Michel HERBILLON, Mme Mathilde HIGNET, M. Sébastien HUYGHE, Mmes Sylvie JOSSERAND, Chantal JOURDAN, Marietta KARAMANLI, M. Bastien LACHAUD, Mmes Constance LE GRIP, Nicole LE PEIH, MM. Pascal LECAMP, Guillaume LEPERS, Gérard LESEUL, Matthieu MARCHIO, Patrice MARTIN, Emmanuel MAUREL, Mmes Yaël MENACHÉ, Danièle OBONO, MM. Éric PAUGET, Frédéric PETIT, MM. Pierre PRIBÉTICH, Stéphane RAMBAUD, Mme Isabelle RAUCH, MM. Fabrice ROUSSEL, Alexandre SABATOU, Charles SITZENSTUHL, Mmes Sabine THILLAYE, Estelle YOUSSEUFFA.

SOMMAIRE

Pages

INTRODUCTION	7
PREMIÈRE PARTIE : LES INTERACTIONS ENTRE POLITIQUE MONÉTAIRE ET CLIMAT ONT CONDUIT LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE À ENGAGER LE VERDISSEMENT DE SON MANDAT	11
I. LE RÉCHAUFFEMENT CLIMATIQUE ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE ENTRETIENNENT DES RELATIONS RÉCIPROQUES	11
A. LE RÉCHAUFFEMENT CLIMATIQUE ET LA TRANSITION VERS UNE ÉCONOMIE CARBONE : UNE INCIDENCE SUR LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?	11
1. Des effets macroéconomiques importants sur la stabilité financière et la croissance, à court comme à moyen terme.....	11
a. Incidence sur la stabilité financière	11
b. Incidence sur la croissance.....	14
2. Un fort accroissement de la volatilité de l'inflation qui complexifie la réponse de la politique monétaire aux perturbations liées au climat.....	16
a. Un risque de pressions inflationnistes.....	16
b. Des difficultés dans l'orientation et la transmission de la politique monétaire.....	18
B. LA POLITIQUE MONÉTAIRE, ELLE-MÊME NON NEUTRE POUR LE CLIMAT ET LE RYTHME DE LA TRANSITION ?	20
1. Une « neutralité monétaire » en question	20
2. Une incidence non négligeable sur le financement de la transition.....	22
II. LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE A ENTAMÉ UNE ACTION PIONNIÈRE POUR INTÉGRER LES ENJEUX CLIMATIQUES À LA POLITIQUE MONÉTAIRE.....	23
A. LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE PREND PLEINEMENT EN COMPTE LES RISQUES CLIMATIQUES DANS SES MISSIONS DE SUPERVISION DU SYSTÈME FINANCIER ET DE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE	23

1. Une prise en compte fondée sur le mandat principal de la BCE	23
2. Une prise en compte revendiquée dès 2021 et concrétisée par l'adoption d'un Programme d'action pour le climat en 2022	26
a. Analyser et modéliser l'incidence du changement climatique et de la transition..	27
b. Intégrer les risques climatiques à la surveillance prudentielle du système financier	28
c. Accroître la transparence et promouvoir les bonnes pratiques au sein de l'Eurosystème	31
3. Un engagement prolongé au niveau international	31
B. LE VERDISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE : UNE APPROCHE PAR LES RISQUES.....	32
1. Une meilleure appréhension des risques économiques liés au changement climatique dans la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire	32
a. Le verdissement des programmes d'achats d'actifs.....	32
b. Le verdissement du dispositif de garanties	34
c. Le respect des exigences européennes de publication d'informations en matière de durabilité.....	36
2. Une contribution toujours limitée de la politique monétaire à l'atténuation du changement climatique.....	36
a. Une méthodologie qui n'empêche pas de financer les entreprises les plus émettrices	37
b. Un champ d'application restreint aux seuls actifs d'entreprises	38
c. Des limites intrinsèquement liées aux insuffisances de l'approche par les risques en matière climatique.....	39

DEUXIÈME PARTIE : LE DÉFI DU FINANCEMENT DE LA TRANSITION AMÈNE À INTERROGER L'OPPORTUNITÉ D'UNE IMPLICATION ACCRUE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN FAVEUR DU CLIMAT

41

I. LE VERDISSEMENT DU SYSTÈME FINANCIER S'EST HEURTÉ AU MANQUE DE RENTABILITÉ DES PROJETS DE TRANSITION ET À L'INSUFFISANCE DES INFORMATIONS ENVIRONNEMENTALES.....

41

A. UN PROBLÈME PERSISTANT DE FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE.....	41
1. Des besoins d'investissements massifs pour l'atténuation et l'adaptation au changement climatique.....	41
2. Une mobilisation des capitaux privés limitée par le manque de rentabilité des projets de transition	43
a. Malgré l'essor de la finance verte, des investissements privés encore insuffisants	43
b. Une rentabilité insuffisante	46
3. Des financements publics eux-mêmes contraints par la consolidation budgétaire	48

B. LA PRODUCTION D'INFORMATIONS ENVIRONNEMENTALES ROBUSTES ET FIABLES, CONDITION INDISPENSABLE DU VERDISSEMENT DU SYSTÈME FINANCIER ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE.....	51
1. L'Union européenne a instauré des exigences de transparence renforcées en matière de durabilité pour garantir l'intégration des risques climatiques et la réallocation des capitaux vers la transition	51
a. Des informations en matière de durabilité incomplètes et peu transparentes, entravant l'orientation des capitaux vers les investissements de transition	51
b. La directive CSRD, pierre angulaire de la transparence financière en matière de durabilité	54
2. La révision de la directive CSRD au défi d'assurer un juste équilibre entre préservation de la compétitivité des entreprises et accompagnement de la transition.....	56
a. Un coût opérationnel et une charge administrative élevés pour les entreprises, motivant une large révision dans un objectif de simplification.....	56
b. Le risque d'une perte substantielle d'informations qui compromette le verdissement de la politique monétaire et du système financier	58
II. DANS CE CONTEXTE, LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE POURRAIT RENFORCER SON ACTION POUR SOUTENIR LE FINANCEMENT DE LA TRANSITION	60
A. LA CONTRIBUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE À LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE NE PEUT QU'ÊTRE LIMITÉE ET COMPLÉMENTAIRE À D'AUTRES POLITIQUES PUBLIQUES	60
1. Une contribution secondaire de la politique monétaire par rapport à d'autres politiques publiques	60
2. Une contribution risquée si elle se fait au détriment de la bonne transmission et de la crédibilité de la politique monétaire	62
a. Un risque de perte d'efficacité de la politique monétaire	63
b. Un risque pour l'indépendance et la crédibilité des banques centrales	65
B. LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DISPOSE CEPENDANT DE PLUSIEURS LEVIERS POUR SOUTENIR ACTIVEMENT LA TRANSITION DANS LE CADRE DE SON MANDAT.....	67
1. Un éventuel rehaussement de la cible d'inflation	67
2. Plusieurs options de verdissement de la politique monétaire envisageables, déjà éprouvées à l'étranger	68
a. Approfondir le verdissement des portefeuilles détenus au titre de la politique monétaire.....	68
b. Moduler les taux directeurs selon des critères climatiques.....	70
c. La question de l'exclusion des titres bruns des programmes d'achats d'actifs et des collatéraux de la BCE	75
3. La BCE ne pourra pas jouer un véritable rôle en faveur du climat sans une légitimité démocratique renforcée.....	76

a. Assigner un objectif explicite de soutenabilité environnementale à la Banque centrale européenne	78
b. Mettre en place un Conseil européen du crédit	79
c. Renforcer la coordination entre les institutions	80
TRAVAUX DE LA COMMISSION	83
SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS	95
ANNEXE 1 : LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES	97
ANNEXE 2 : CONTRIBUTIONS	101

INTRODUCTION

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé le 8 juillet 2021 que l'Eurosystème, qui regroupe les banques centrales des États membres de la zone euro et la BCE, intégrerait les risques liés au changement climatique dans ses cadres opérationnels de politique monétaire. Il a jugé que cette prise en compte entrait pleinement dans le cadre de son mandat, à la fois au titre de son objectif principal de stabilité des prix, de son objectif subsidiaire de soutien aux politiques de l'Union européenne, et de sa mission de supervision du système financier.

Cet engagement sur les questions climatiques marque un changement de paradigme important avec le principe de neutralité de marché qui régissait jusqu'ici les interventions de la Banque centrale européenne. Instituée par le traité de Maastricht, en 1992, la Banque centrale européenne a été mise en place en 1998 pour conduire la politique monétaire de la zone euro. Les traités consacrent sa pleine indépendance à l'égard des États membres, afin d'éviter le risque de dominance budgétaire, c'est-à-dire le risque qu'une politique monétaire trop expansionniste soit menée pour soutenir l'endettement public au détriment de l'inflation. Le pendant en est le mandat étroit de la Banque centrale européenne, défini à l'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne : elle a pour objectif principal le maintien de la stabilité des prix et doit agir *« conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources »*. Pour garantir sa crédibilité et éviter toute politisation de son action, la Banque centrale européenne s'est ainsi longtemps efforcée de limiter les effets de distorsion que pouvaient entraîner ses interventions.

La documentation des relations réciproques qu'entretiennent la politique monétaire, le changement climatique et la transition vers une économie bas carbone a cependant conduit la banque centrale à infléchir ce cadre. L'augmentation de la fréquence et de l'intensité des événements climatiques extrêmes aura une forte incidence sur la volatilité des prix, sur la stabilité financière, et sur la croissance, à raison des chocs d'offre et des destructions de capital qu'ils entraînent. La décarbonation de l'économie est elle aussi susceptible d'affecter à court terme le système financier et la croissance, par la réorientation des investissements vers des énergies propres et la dévalorisation des actifs carbonés.

Ce contexte d'incertitude et d'instabilité croissantes devrait complexifier la conduite de la politique monétaire et obliger les banques centrales à faire évoluer leurs modèles de prévision et d'analyse macroéconomique pour mieux intégrer les risques climatiques. Le changement climatique ayant des conséquences hétérogènes et asymétriques sur les économies de la zone euro, il rendra plus difficile l'élaboration d'une politique monétaire unique. Inversement, les banques centrales sont amenées à interroger les conséquences de leur action sur la capacité des États et des agents économiques à mener à bien la décarbonation de l'économie afin d'atteindre les objectifs de réduction d'émissions de 55 % d'ici 2030 et de neutralité carbone à l'horizon 2050 posés par le Pacte vert européen. Le resserrement de la politique monétaire mis en œuvre à compter de 2022 pour maîtriser l'inflation et rétablir un environnement économique stable a de fait restreint la capacité des agents économiques à réaliser les importants investissements que suppose la transition en renchérissant leur coût de financement.

Le Conseil des gouverneurs s'est ainsi engagé, en 2021, à ce que l'Eurosystème « *prenne pleinement en compte, conformément aux objectifs de l'UE en matière de climat, l'incidence du changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone sur la politique monétaire et les activités de banque centrale* ». Cette déclaration a été concrétisée par l'adoption, le 8 juillet 2021, d'un **Programme d'action pour le climat**, prolongé le 4 juillet 2022. Ce dernier prévoit un ensemble de mesures visant à intégrer les risques climatiques dans l'ensemble des champs d'action de la Banque centrale européenne, de l'analyse et la recherche macro-économique à la surveillance prudentielle du secteur bancaire, en passant par la politique monétaire. Elle a ainsi entrepris d'aligner davantage ses programmes d'achats d'actifs d'entreprises sur les objectifs de l'Accord de Paris, d'intégrer des facteurs environnementaux dans son système de collatéral, ou encore de renforcer les obligations applicables aux banques dans l'évaluation de leur exposition aux risques climatiques.

La Banque centrale européenne ambitionne ainsi de jouer un rôle de catalyseur en encourageant les institutions financières à mieux prendre en compte le changement climatique et la transition dans leurs décisions d'investissement, afin de favoriser le verdissement de l'ensemble du système financier. Elle n'est cependant pas allée jusqu'à intervenir directement au soutien du financement de la transition écologique, à la différence de nombreuses banques centrales de pays émergents qui ont mis en place des mesures incitatives ou contraignantes pour réorienter l'allocation des financements avec un objectif de soutenabilité.

Malgré l'essor de la finance verte, les financements alloués à la transition demeurent très en deçà des besoins. La Commission européenne a ainsi estimé qu'il faudrait 620 Md€ d'investissements supplémentaires chaque année, soit 3,7 % du PIB de l'Union européenne, pour atteindre l'objectif de 55 % de réduction d'émissions en 2030. En France, le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz a évalué les besoins d'investissements supplémentaires de décarbonation à 101 Md€ par an bruts, soit 3,5 % du PIB.

La réorientation des capitaux privés vers la transition se trouve entravée par la faible rentabilité estimée des projets durables, en lien avec le manque d'informations disponibles en matière de durabilité et la temporalité de long terme des risques climatiques. Si l'intervention publique peut corriger en partie ces failles de marché par l'imposition d'un prix du carbone ou de contraintes réglementaires pour améliorer la rentabilité des énergies propres en renchérissant le prix des alternatives carbonées, elle peut se heurter à la faible capacité de financement des ménages et des entreprises. Le soutien public à la transition demeure lui-même contraint alors que de nombreux États membres, notamment la France, se sont engagés dans une trajectoire de redressement de leurs finances publiques. L'orientation des financements vers la transition risque d'ailleurs de devenir encore plus difficile du fait d'un recul global sur les questions climatiques, marqué par le désengagement américain des accords de Paris et la remise en cause des législations environnementales européennes.

Dans ce contexte, plusieurs économistes et associations environnementales ont appelé à une implication accrue de la Banque centrale européenne pour favoriser le financement de la transition écologique. Celle-ci pourrait notamment passer par l'octroi de conditions de refinancement préférentielles aux banques qui accordent des crédits pour des projets verts, par des exigences de capital réglementaires renforcées pour les institutions financières exposées aux actifs carbonés, ou par un meilleur alignement des titres détenus par la banque centrale avec les objectifs de l'accord de Paris.

Dans le plein respect de l'indépendance de la Banque centrale européenne, consacrée par les traités européens, le présent rapport ne formule pas directement de recommandations relatives à la conduite de la politique monétaire. L'article 130 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne dispose en effet que *« les institutions, organes ou organismes de l'Union ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la Banque centrale européenne ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leur mission »*.

Tout en recensant les différentes options de verdissement de la politique monétaire, le rapport se concentre ainsi sur les réformes institutionnelles et réglementaires qui conditionnent le renforcement de l'action climatique de la Banque centrale européenne. Cela renvoie, en tout premier lieu, à la nécessité de garantir un cadre transparent, standardisé et complet de publication d'informations en matière de durabilité, qui permette une bonne gestion des risques climatiques par les entreprises et les institutions financières tout en préservant leur compétitivité.

Après avoir exposé les interactions entre politique monétaire et climat qui justifie une prise en compte des enjeux climatiques dans le mandat de la Banque centrale européenne, le rapport dresse un premier bilan du Programme d'action pour le climat adopté en 2021. Il évalue ensuite l'opportunité et la faisabilité d'un soutien accru de la Banque centrale européenne à la lutte contre le réchauffement climatique, alors que la prise en compte des risques environnementaux au sein du système financier semble compromise.

PREMIÈRE PARTIE : LES INTERACTIONS ENTRE POLITIQUE MONÉTAIRE ET CLIMAT ONT CONDUIT LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE À ENGAGER LE VERDISSEMENT DE SON MANDAT

I. LE RÉCHAUFFEMENT CLIMATIQUE ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE ENTRETIENNENT DES RELATIONS RÉCIPROQUES

A. LE RÉCHAUFFEMENT CLIMATIQUE ET LA TRANSITION VERS UNE ÉCONOMIE CARBONE : UNE INCIDENCE SUR LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

1. Des effets macroéconomiques importants sur la stabilité financière et la croissance, à court comme à moyen terme

En accentuant l'intensité et la fréquence des événements météorologiques extrêmes, **le changement climatique est à l'origine de profondes perturbations économiques et financières**, désormais largement documentées.

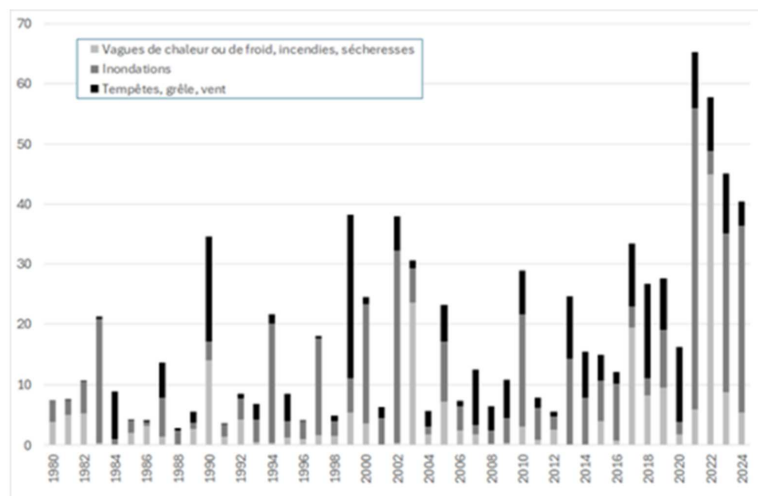
a. Incidence sur la stabilité financière

Les effets potentiellement déstabilisateurs du réchauffement climatique sur la stabilité financière sont bien identifiés, depuis le discours fondateur du gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, en 2015. Il y mettait en garde contre la myopie qui conduit les marchés financiers à privilégier les intérêts de court terme plutôt que les besoins de long terme de l'économie, notamment la transition écologique. Si cette « tragédie des horizons » se résolvait brutalement, par une réévaluation globale des perspectives économiques et une multiplication des pertes face à l'ampleur du réchauffement climatique, les marchés en seraient profondément déstabilisés.

Mark Carney différencie trois types de risques financiers liés au climat : les risques physiques ; les risques de transition ; et les risques de contentieux.

Les phénomènes climatiques, tels que les inondations ou les tempêtes, occasionnent des dommages physiques directs sur les biens. Au niveau européen, l'Agence européenne pour l'environnement a estimé que les pertes économiques directes liées aux catastrophes climatiques ont représenté en moyenne 50 Md€ par an sur la période 2021-2024, en forte hausse par rapport à la période précédente. Cette situation augmentera le risque de défaut des débiteurs des banques et des émetteurs d'obligations détenues par les organismes d'assurance.

PERTES ÉCONOMIQUES ANNUELLES ASSOCIÉES AUX ÉVÈNEMENTS EXTRÊMES DANS L'UNION EUROPÉENNE



Source : Agence européenne pour l'environnement ; Banque de France.

Il en résultera un alourdissement du bilan des compagnies d'assurance, qui pourrait fragiliser l'ensemble du système financier s'il est mal anticipé. L'intensification des événements climatiques extrêmes obligera les organismes d'assurance à renchérir les primes d'assurance demandées aux ménages, aux entreprises et aux collectivités locales. En France, pour assurer la soutenabilité du régime d'assurance contre les catastrophes naturelles porté par la Caisse centrale de réassurance, la surprime « catastrophes naturelles », appliquée aux contrats d'assurance dommages d'habitations et biens professionnels, est ainsi passée de 12 à 20 % au 1^{er} janvier 2025.

Selon la Banque de France, « cet impact sera d'autant plus important pour les organismes qui n'auraient pas bien anticipé les sinistres et indemnisations en découlant, qui n'auront donc pas provisionné en conséquence et qui devront augmenter d'autant plus fortement leurs tarifs qu'ils auraient tardé à le faire avant la survenue du risque. Si les risques climatiques devenaient trop importants, les organismes d'assurance seraient incités à se retirer des zones les plus risquées, laissant sans protection les entreprises et particuliers exposés à ces zones. Dès lors, les chocs climatiques menaceront la viabilité financière de nombreuses entreprises et particuliers, avec un impact pour leurs actionnaires et leurs créanciers ⁽¹⁾ ».

(1) Contribution écrite de la Banque de France.

À cet égard, le défaut de couverture assurantiel au niveau européen est particulièrement préoccupant : seulement un quart des pertes liées aux catastrophes naturelles climatiques seraient assurées au sein de l'Union européenne ⁽¹⁾.

La transition vers une économie bas-carbone occasionnera également des risques financiers spécifiques, liés à l'effondrement des prix des actifs adossés à des activités carbonées. Les politiques de transition, et notamment la hausse du prix du carbone, ou l'interdiction des activités les plus émettrices, pourront mettre en difficulté les entreprises liées aux énergies fossiles. Sur les marchés, ces évolutions peuvent se traduire de manière précoce par des dévalorisations rapides pour des actifs rendus obsolètes par la transition, dits « actifs échoués », avec des conséquences au bilan des établissements financiers exposés. Si les infrastructures d'extraction et d'acheminement des combustibles fossiles devraient être les premières concernées, de nombreuses installations industrielles en amont et en aval se trouveront aussi affectées en raison des interdépendances sectorielles.

Les potentiels effets systémiques de la transition sur la stabilité financière à court terme rendent d'autant plus difficile l'adoption d'une trajectoire de réduction d'émissions ambitieuse. Mais plus la transition sera retardée, plus l'ajustement des prix nécessaire sera brutal. Laurence Scialom, professeure d'économie à l'Université Paris Ouest Nanterre-La Défense, résume ainsi : *« C'est la fameuse tragédie des horizons qui fait référence à des risques collectifs catastrophiques mais susceptibles de se concrétiser bien au-delà de l'horizon temporel des décideurs économiques et politiques actuels. Dès lors, le biais à l'inaction est très fort puisque les coûts des politiques pro-climat sont concentrés sur les générations présentes alors que les bénéfices seront vraiment perceptibles pour des générations futures »* ⁽²⁾.

En 2024, la Commission européenne a mandaté les autorités de supervision européenne (EBA, EIOPA, ESMA) afin de réaliser un test de résistance dédié pour s'assurer de la capacité du système financier européen à accompagner la réalisation du paquet « Fit for 55 » même dans une conjoncture économique dégradée. La Banque de France et l'ACPR ont participé à l'élaboration du scénario au sein du Comité européen du risque systémique. Ces travaux ont conclu que la réduction des émissions de 55 % à l'horizon 2030 ne menacerait pas à elle seule la stabilité financière. Toutefois, lorsque ces risques se réalisent de façon concomitante à des chocs macroéconomiques, ils accroissent les pertes pour les institutions financières plus qu'additivement et pourraient entraîner des perturbations. Cela démontre la nécessité d'une approche coordonnée pour permettre aux institutions financières d'anticiper au maximum la transition.

(1) Banque centrale européenne et Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, Vers un système européen pour la gestion du risque de catastrophe naturelle, décembre 2024.

(2) Contribution écrite de Laurence Scialom.

S’y ajoute, enfin, un risque de contentieux, par l’engagement de la responsabilité des sociétés à raison de leur contribution au réchauffement climatique. En 2021, il y avait ainsi plus de 200 nouveaux litiges liés au changement climatique, dont environ 10 % contre des entreprises ⁽¹⁾. Au-delà de la compensation que l’entreprise devra verser si elle est reconnue coupable, un recours en justice contre une entreprise qui ne respecterait pas ses obligations environnementales peut se traduire par un risque de réputation, avec des répercussions négatives sur sa valorisation en bourse. Une étude de 2023 du Grantham Research Institute de la London School of Economics a estimé que le dépôt d’une nouvelle plainte pour un motif climatique contre une entreprise réduisait en moyenne sa valeur de 0,57 %, et un jugement défavorable de 1,5 %.

Selon l’économiste Laurence Scialom, il faudrait encore y ajouter un risque de perturbation majeure de l’économie, qui découlerait de l’arrêt ou du très fort ralentissement de l’activité humaine en cas de perturbations extrêmes, comme ce fut le cas pendant la crise du covid-19.

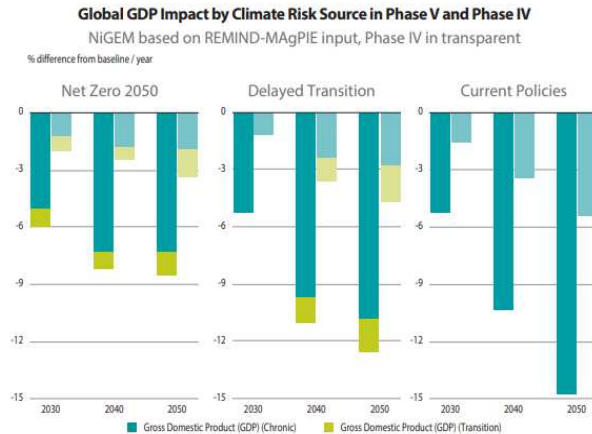
b. Incidence sur la croissance

Le réchauffement climatique risque également de peser sur l’activité et la croissance. La production diminuerait à raison d’une réduction de l’offre de travail, du fait de la baisse des performances liées à la hausse des températures et d’une mortalité accrue. Le rythme d’accumulation de capital productif serait également affecté du fait des destructions de biens. Il ressort des évaluations du Réseau pour le verdissement du système financier que, **sans effort supplémentaire d’atténuation par rapport aux politiques actuelles, le changement climatique entraînerait une perte de PIB de l’ordre de 15 % au niveau mondial d’ici 2050.** En France, le statu quo entraînerait une perte de PIB de 11,4 % à l’horizon 2050, avec une forte incidence sur le revenu disponible des ménages.

La transition vers une économie bas-carbone pourrait elle aussi ralentir la croissance à court terme. En l’absence de recyclage des recettes, une hausse du prix du carbone représenterait un choc négatif sur l’activité, en accroissant le prix de l’énergie pour les ménages et les entreprises. Le surcroît d’investissements que demanderait la transition pourrait augmenter l’activité et le PIB si les équipements verts sont produits en France. Mais comme ces investissements n’auront pas pour objet d’augmenter la production, mais de réaliser des économies d’énergie, ils risquent de dégrader la productivité à court terme. Le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz estimait ainsi que la transition pourrait induire en France une réduction de 0,25 à 0,3 point du rythme de croissance de la productivité et une baisse du PIB effectif d’un point à l’horizon 2030. À long terme cependant, les politiques de transition sont susceptibles d’avoir des effets positifs sur la croissance en diminuant les coûts de production liés aux énergies fossiles.

(1) Novethic, « Les litiges climatiques, un risque financier avéré pour les entreprises attaquées », 5 juin 2023.

Comme l’a souligné lors de son audition Agnès Bénassy-Quéré, Sous-Gouverneure à la Banque de France, **le coût de la transition demeure minime par rapport au coût de l’inaction climatique**. Si des politiques ambitieuses étaient menées pour atteindre la neutralité carbone, la perte de PIB liée au changement climatique serait réduite à 8,5 points à l’horizon 2030, soit 6,5 points de moins qu’en l’absence de transition – 7,3 points seraient liés aux risques physiques du changement climatique déjà à l’œuvre, et à peine 1,2 point aux politiques de transition ⁽¹⁾.



Note: The above figure shows how GDP is impacted across scenarios compared with a hypothetical (and impossible) baseline scenario in which no transition or physical risks occur. This baseline scenario represents a world in which climate change does not occur. Thus, climate change has a negative impact on GDP in every plausible scenario, but the magnitude of the losses differs across them.

Source : NGFS ; Banque de France.

Les études tendent à montrer que **les risques physiques et de transition combinés seront minimisés si la transition est anticipée et ordonnée**. Au contraire, plus la transition sera tardive, plus les risques physiques seront importants et plus le réajustement sera brutal et pénalisera l’activité, augmentant à la fois l’incidence négative du changement climatique et de la transition. Le bénéfice de la transition se vérifie même à plus court terme : à l’horizon 2030, la perte de PIB mondial serait de 0,4 % si des mesures de décarbonation sont prises, contre 1,3 % si la transition est retardée ⁽²⁾.

(1) Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS), Annual Reports, 2021.

(2) NGFS, NGFS Short-term Climate Scenarios for central banks and supervisors, 7 mai 2025.

2. Un fort accroissement de la volatilité de l'inflation qui complexifie la réponse de la politique monétaire aux perturbations liées au climat

a. Un risque de pressions inflationnistes

Le réchauffement climatique risque également d'entraîner une hausse du niveau et de la volatilité de l'inflation. Comme l'observe la Banque de France, les épisodes climatiques extrêmes « *provoqueront des chocs qui pourront déstabiliser les chaînes de production et provoquer des tensions dans certains secteurs* » ⁽¹⁾. C'est ce qu'on appelle la ***climateflation***. Les épisodes de sécheresse affecteront en particulier le secteur de l'agriculture, en diminuant les rendements agricoles, ce qui entraînera une augmentation des prix des produits alimentaires pour les consommateurs. Or, selon la Direction générale du Trésor, « *l'agriculture et l'énergie sont des secteurs dont les prix présentent des vulnérabilités systémiques pour la stabilité des prix car ils servent d'intrants dans de nombreuses autres productions. Ils agissent ainsi comme canaux de diffusion de l'inflation liée aux chocs climatiques* ». Des projections au niveau mondial montrent que **la hausse des températures pourrait entraîner des pressions à la hausse de 0,92 à 3,23 % sur les prix de l'alimentaire, et de 0,32 à 1,18 % sur l'inflation globale en moyenne chaque année d'ici 2035** ⁽²⁾.

La dépendance de l'Europe à l'égard des énergies fossiles contribue également à l'instabilité des prix, sous la forme d'une *fossileflation*. Le retour des pressions inflationnistes après l'invasion de l'Ukraine par la Russie a ainsi marqué la fin de l'ère de la « grande modération » pour celle de la « grande volatilité » ⁽³⁾. L'offre de pétrole et de gaz est de fait concentrée dans un petit nombre de pays producteurs – les États-Unis, la Russie et l'Arabie saoudite représentent 42,9 % de la production mondiale de pétrole, et les États-Unis, la Russie, la Chine et l'Iran, 52,1 % de la production mondiale de gaz ⁽⁴⁾ –, ce qui crée une vulnérabilité stratégique pour les entreprises européennes dans un contexte de montée des tensions géopolitiques.

Les politiques d'atténuation du changement climatique auront aussi une incidence sur la stabilité des prix à court terme. La transition écologique implique en effet de remplacer les combustibles fossiles par des sources d'énergie moins émettrices, comme les énergies renouvelables ou le nucléaire. Cette substitution est généralement atteinte en imposant une contrainte sur les émissions rejetées, donc un prix du carbone direct ou indirect, afin d'inciter les acteurs économiques à se reporter sur des technologies moins émettrices. Le prix du carbone se situait en 2021 autour de 10 \$ par tonne au niveau mondial, et devrait atteindre entre 200 \$ et 800 \$ la tonne d'ici 2050 pour limiter le réchauffement

(1) Contribution écrite de la Banque de France.

(2) Kotz et al., Le réchauffement climatique et les vagues de chaleur vont renforcer les pressions inflationnistes, 21 mars 2024.

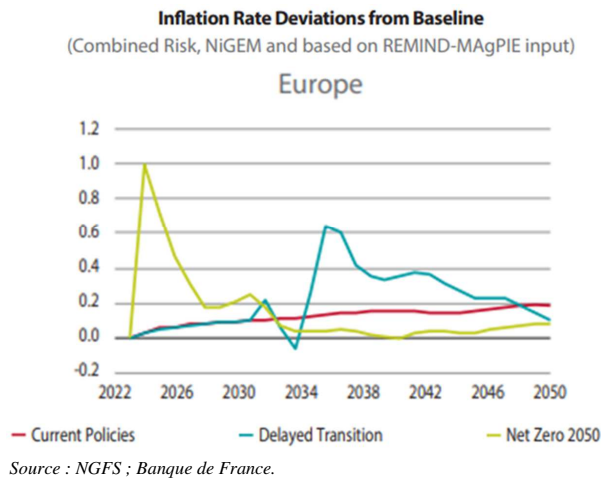
(3) Isabel Schnabel, « La politique monétaire et la grande volatilité », Banque centrale européenne, 27 août 2022.

(4) Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz, Les incidences économiques de l'action pour le climat, 2023.

à 2 °C. Tant que le mix énergétique n'aura pas évolué significativement, cela pourra donc se traduire par un renchérissement du coût total de l'énergie qui affecterait à son tour le niveau général des prix. Les tensions sur l'approvisionnement en minéraux critiques nécessaires aux énergies renouvelables pourraient constituer un facteur supplémentaire de volatilité des prix.

L'effet global de la transition sur les prix demeure difficile à estimer, en ce qu'il dépendra également d'autres facteurs, comme du niveau d'investissement public et privé, de l'incertitude sur les politiques menées, ou des tensions sur le marché du travail que pourrait susciter la transformation structurelle de l'économie. Une étude récente de la Banque de France, fondée sur quatre scénarios de transition différents, conclut qu'« *une transition désordonnée déclenchée par une augmentation très brutale, car trop tardive, du prix du carbone ou une substitution trop faible par des technologies vertes pourrait être inflationniste à moyen terme. Au contraire, plus la transition sera mise en œuvre précocement et de manière graduelle, moindres seront les risques pour l'inflation* ⁽¹⁾ ».

S'ils doivent être anticipés, ces effets inflationnistes temporaires ne doivent cependant pas éclipser l'effet stabilisateur à long terme de la transition. Le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz note que « *le basculement d'un système énergétique fondé sur les combustibles fossiles vers un système fondé sur les énergies renouvelables (et secondairement le nucléaire) sera très certainement pour l'Europe un facteur de réduction de la volatilité de l'inflation* ⁽²⁾ ». L'organisation Reclaim Finance appelle ainsi à ne pas se concentrer sur l'hypothèse de *greenflation* qui surestime l'impact de la transition sur l'inflation, et risque d'accroître *in fine* le risque inflationniste en retardant l'adoption des actions nécessaires.



(1) Stéphane Déès et Oriane Wegner, Annabelle de Gaye, Camille Thubin, « Transition vers la neutralité carbone : quels effets sur la stabilité des prix ? », mars 2025.

(2) Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz, *op. cit.*

b. Des difficultés dans l'orientation et la transmission de la politique monétaire

Comme l'écrit la Banque de France, « **les perturbations macroéconomiques et sur les marchés financiers liées au changement climatique et aux politiques de transition pourraient affecter la conduite de la politique monétaire** : les risques climatiques pourraient nuire à sa transmission, limiter ses marges de manœuvre dans l'utilisation des instruments conventionnels et compliquer l'évaluation de son orientation ⁽¹⁾ ».

La réponse de la politique monétaire risque d'être particulièrement difficile face aux chocs d'offre négatifs que pourrait susciter la transition vers une économie bas-carbone. Ce type de choc engendrera un arbitrage pour la politique monétaire compte tenu de l'impact négatif sur l'activité et de l'impact positif sur les prix, explique la Banque de France. La Banque centrale se trouvera dès lors confrontée à un dilemme entre maîtriser l'inflation et ne pas perturber l'activité. Laurence Scialom considère ainsi que « *les outils actuels de la BCE sont inadaptés à la lutte contre l'inflation fossile* », puisqu'ils la contraignent à choisir entre « *laisser l'inflation s'envoler, laissant les ménages et les communautés vulnérables exposées à une détérioration de leurs conditions de vie* », ou « *déprimer l'économie en augmentant les taux, ce qui a des conséquences sociales fortes et rend plus difficile le financement des énergies renouvelables* ⁽²⁾ ».

La politique monétaire doit en principe « regarder à travers » des chocs qui sont seulement passagers, comme l'a indiqué Mme Agnès Bénassy-Quéré lors de son audition. Mais la hausse des prix liée à la transition pourrait avoir des effets de second tour sur les salaires et désancrer durablement les anticipations d'inflation des agents économiques, ce qui alimenterait l'accélération de l'inflation sur la durée. Selon Mme Bénassy-Quéré, **les banques centrales doivent donc agir avec doigté en surveillant les anticipations des ménages et des entreprises, afin de ne pas réagir trop vite mais d'éviter tout effet de contagion qui accélérerait l'inflation à moyen terme.**

Les fortes incertitudes qui entourent l'ampleur des chocs climatiques et leur incidence sur le niveau des prix pourraient également complexifier la conduite de la politique monétaire de façon structurelle. Selon la Direction générale du Trésor, « *les risques climatiques pourraient compliquer l'identification des chocs pertinents pour l'inflation à moyen terme, rendant plus difficile l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire. L'incertitude sur l'ampleur des effets du changement climatique et sur l'horizon temporel de leur matérialisation pourrait aggraver ces difficultés* ⁽³⁾ ».

(1) Jean-François Oувrard, Pierre-François Weber et Stéphane Déés, « *Changement climatique et implications pour la conduite de la politique monétaire* », Banque de France, 1^{er} avril 2022.

(2) Contribution écrite de Laurence Scialom.

(3) Contribution écrite de la Direction générale du Trésor.

La stratégie actualisée de politique monétaire adoptée par le Conseil des gouverneurs le 30 juin 2025 prend ainsi acte que « les transformations structurelles actuellement à l'œuvre en matière de géopolitique, de numérisation, d'intelligence artificielle, de démographie, la menace pesant sur la soutenabilité environnementale et les évolutions du système financier international laissent penser que **l'environnement de l'inflation restera incertain et potentiellement plus volatil, avec des écarts plus importants, dans un sens comme dans l'autre, par rapport à l'objectif, ce qui représente des défis pour la conduite de la politique monétaire** ».

L'identification de la réponse monétaire adéquate sera d'autant plus difficile que **le changement climatique entraînera des chocs asymétriques entre les différents pays de la zone euro**. En effet, les épisodes climatiques extrêmes ne frapperont pas toutes les régions européennes avec la même intensité et la même fréquence, certaines étant plus exposées. Et **les politiques de transition auront des effets différenciés entre les pays, qui présentent des degrés très variés de dépendance aux énergies fossiles et de niveau d'émissions de gaz à effet de serre** ⁽¹⁾.

Le changement climatique risque, enfin, d'affecter directement l'efficacité des instruments conventionnels et non-conventionnels dont disposent les banques centrales pour atteindre leurs objectifs.

Pour mémoire, la politique monétaire conventionnelle se transmet par quatre canaux principaux. La fixation des taux directeurs auxquels se refinancent les banques commerciales auprès de la banque centrale permet d'influer sur les taux d'intérêt de l'économie réelle. Cette variation du taux d'intérêt peut avoir un effet sur la valorisation de certains produits financiers, notamment les obligations, par le canal du prix des actifs. La politique monétaire peut également se transmettre par le canal du taux de change, la baisse des taux d'intérêt pouvant rendre moins attractifs les placements dans cette monnaie pour les investisseurs étrangers, entraînant des sorties de capitaux et une baisse du taux de change. Enfin, elle agit par le canal des anticipations, en permettant aux ménages et aux entreprises d'anticiper correctement le niveau de l'inflation et d'adapter leur comportement en conséquence.

La matérialisation des risques liés au climat et à la transition pourrait réduire de façon significative les marges de manœuvre dont dispose la banque centrale pour fixer ses taux directeurs. Le changement climatique pourrait exercer une pression à la baisse sur le taux d'intérêt naturel de l'économie ⁽²⁾, en ralentissant la croissance par la substitution d'investissements d'efficacité énergétique aux investissements productifs et les dommages accrus sur le stock de capital, tout en renforçant l'aversion au risque des ménages qui augmenteront leur

(1) Jean-François Ouvrard, Pierre-François Weber et Stéphane Déas, « *Changement climatique et implications pour la conduite de la politique monétaire* », Banque de France, 1^{er} avril 2022.

(2) Le taux d'intérêt naturel est le taux d'intérêt qui équilibre l'épargne et l'investissement tout en assurant la stabilité des prix.

propension à épargner. À l'inverse, l'augmentation de la demande d'investissements pour la transition et l'adaptation au changement climatique pourrait avoir un effet positif sur le taux d'intérêt naturel. L'effet net de ces différentes forces demeure incertain. La Direction générale du Trésor observe toutefois que « si les facteurs baissiers prédominaient », s'ajoutant aux causes qui contribuent déjà au déclin de long terme du taux d'intérêt naturel, « les taux directeurs pourraient atteindre plus fréquemment le plancher zéro, limitant les marges de manœuvre de la banque centrale pour l'utilisation des politiques monétaires conventionnelles ». Cela rendrait nécessaire un recours plus actif et plus durable à des mesures non conventionnelles.

Les différents canaux de transmission de la variation des taux d'intérêt au reste de l'économie risquent également d'être affectés par le changement climatique. Par exemple, les facteurs de coût hors intérêt (assurance notamment) pèseront davantage, modérant la réaction de l'investissement et de l'épargne aux taux d'intérêt définis par la BCE. Le changement climatique risque également d'altérer le bilan des banques commerciales et réduire leur capacité à ajuster les conditions de crédit aux orientations de la politique monétaire. Le canal des anticipations pourra être fragilisé par les incertitudes liées à la crédibilité des politiques de transition et à la prévisibilité de la politique monétaire. Les destructions de capital qui résulteront des risques physiques et la dévalorisation des actifs échoués compromettront, enfin, la transmission de la politique monétaire par le canal du prix des actifs.

B. LA POLITIQUE MONÉTAIRE, ELLE-MÊME NON NEUTRE POUR LE CLIMAT ET LE RYTHME DE LA TRANSITION ?

1. Une « neutralité monétaire » en question

Si les banques centrales ont historiquement assumé un rôle dans l'allocation du crédit entre les différents secteurs de l'économie, en soutenant la reconstruction après la Seconde guerre mondiale, ou les exportations, conformément aux objectifs de la politique économique, la consécration de leur indépendance les a conduites à concentrer la politique monétaire sur la stabilité des prix.

L'application d'un principe de neutralité vise à éviter les éventuels effets de distorsion que pourraient entraîner les interventions accrues de la banque centrale dans le financement de l'économie. La Banque centrale européenne est de fait tenue d'agir « conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, et en favorisant une allocation efficace des ressources », en vertu de l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

La question s'est posée avec une particulière acuité dans le cadre de l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* - *QE*) mis en œuvre par la Banque centrale européenne à compter de 2015, lorsque les politiques conventionnelles étaient devenues inopérantes en raison de l'atteinte du plancher zéro par les taux directeurs. Le QE permet à la banque centrale d'intervenir directement sur les marchés financiers pour acheter des titres aux banques afin d'augmenter la liquidité en circulation et soutenir l'activité. La Banque centrale européenne a ainsi lancé son premier programme d'assouplissement quantitatif, *Asset Purchase Programme* (APP) en mars 2015, pour prévenir le risque de déflation et assurer la transmission de la politique monétaire malgré les taux d'intérêt négatifs, et un second en mars 2020, le *Pandemic emergency purchase programme* (PEPP), en réponse à la crise sanitaire. Afin de limiter les contestations politiques et juridiques que pouvaient susciter cet élargissement considérable de ses interventions et leurs éventuels effets redistributifs, la Banque centrale européenne a mis en avant le respect d'un strict principe de neutralité ⁽¹⁾. Elle a ainsi aligné ses programmes d'achats d'actifs sur les parts respectives de chaque secteur sur les marchés financiers.

Le principe de neutralité monétaire entraîne cependant un biais en faveur des activités fortement émettrices, reconnu par les représentants de la Banque centrale européenne eux-mêmes ⁽²⁾. Ce sont, de fait les entreprises à forte intensité carbone qui émettent le plus d'obligations ⁽³⁾. Une étude conduite en 2019 par Stefano Battiston et Irene Monasterolo montre ainsi que 63 % des titres achetés dans le cadre du CSPP ⁽⁴⁾ ont financé des entreprises opérant dans les secteurs économiques les plus émetteurs de gaz à effet de serre, alors même que ces secteurs représentent moins de 20 % des emplois et seulement 30 % de la production dans la zone euro. Au contraire, les obligations vertes et les transports ferroviaires n'ont représenté que 7 % environ du portefeuille.

Or, il a été démontré que les actifs inclus dans les programmes d'achats de la BCE bénéficiaient d'un moindre coût de financement ⁽⁵⁾. La BCE aurait ainsi favorisé le financement des activités les plus carbonées. Ces effets redistributifs, parmi d'autres, illustrent selon Van't Klooster et Fontan (2019) que la neutralité monétaire ne peut être qu'un « mythe » : « aucune tentative de répliquer la structure du marché ne pourra réussir à effacer la dimension politique des achats d'actifs et compenser ses conséquences distributives ⁽⁶⁾ ».

(1) Jens Van't Klooster et Clément Fontan, « *The myth of market neutrality: a comparative study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's corporate security purchases* », *New political economy*, 2019.

(2) Isabel Schnabel, « *A new strategy for a changing world* », *European Central Bank*, 14 juillet 2021.

(3) Isabel Schnabel et Frank Elderson, « *Un catalyseur pour un système financier plus vert* », *Banque centrale européenne*, 8 juillet 2022.

(4) Le programme d'assouplissement quantitatif Asset Purchase Programme (APP) lancé par la BCE en mars 2015 comprend deux nouveaux programmes : le Public Sector Purchase Programme (PSPP) destiné aux titres obligataires d'émetteurs publics, et le Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) destiné aux obligations et aux commercial papers d'entreprises non-financières.

(5) Santis et al. (2018).

(6) Van't Klooster et Fontan, 2019.

L'économiste Jézabel Couppéy-Soubeyran juge ainsi que « si la banque centrale se borne dans ses achats d'actifs à reproduire les structures existantes de l'économie et des marchés, alors par définition elle fera obstacle à la transition écologique et perpétuera l'excès d'émissions de gaz à effet de serre. La neutralité monétaire n'est pas neutre pour le climat ⁽¹⁾ ! »

2. Une incidence non négligeable sur le financement de la transition

Du fait de sa forte intensité capitalistique, le secteur des énergies renouvelables est particulièrement sensible aux variations de taux d'intérêt. Les actifs verts demandent en effet des dépenses d'investissement en capital particulièrement élevées, mais permettent de réduire les dépenses d'exploitation, lissant le coût total sur le cycle de vie de l'actif – c'est le cas des infrastructures de production d'énergie renouvelable ou de l'investissement dans un véhicule électrique. Une hausse du coût du capital de 5 % à 10 % augmenterait le coût actualisé de l'électricité produite par l'éolien offshore et les panneaux photovoltaïques de respectivement 47 % et 60 %, contre seulement 8 % pour une centrale électrique au gaz ⁽²⁾.

Alors que la période de taux bas a favorisé les investissements dans la transition, le resserrement de la politique monétaire a pu contribuer à ralentir le rythme de la décarbonation. Isabel Schnabel, membre du directoire de la Banque centrale européenne, a ainsi reconnu qu'« *une hausse persistante du coût du capital pourrait décourager les efforts visant à décarboner rapidement nos économies* », et que « *l'élargissement des écarts de crédit pourrait exacerber ces effets dans de nombreuses économies en développement et émergentes* ⁽³⁾ ».

Le resserrement monétaire a également un effet indirect sur les finances publiques des États membres, et donc sur leur capacité à financer la transition écologique au même titre que toute autre politique publique. La politique restrictive conduite par la Banque centrale européenne en réponse à l'inflation a contribué à la hausse des taux souverains et a donc accru la charge des dettes publiques. Comme l'a rappelé l'Agence France Trésor, l'incidence sur les finances publiques n'est que progressive en raison de la durée de vie du stock de dette qui est d'environ 8,5 ans. Il n'en est pas moins significatif : la charge de la dette de l'État, en compatibilité budgétaire, s'est ainsi établie à 50,1 Md€ en 2024, soit 11,6 Md€ au-dessus de son niveau de 2021.

La Direction générale du Trésor nuance en relevant que les taux souverains n'évoluent pas qu'en fonction des taux directeurs de la Banque centrale européenne, d'autres facteurs rentrant en compte (conjoncture économique, soutenabilité de la dette publique, qualité de la signature, etc.). Le Conseil des gouverneurs a d'ailleurs conduit une diminution progressive des taux directeurs, le taux de dépôt étant passé

(1) Jézabel Couppéy-Soubeyran, « *Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique* », Institut Veblen, décembre 2020.

(2) CL Institute for Innovation and Public Purpose (June 2022) *Can we avoid green collateral damage from rising interest rates?*

(3) Isabel Schnabel, « *Ecologie des banques centrales* », Le Grand Continent, 12 février 2023.

de 4,00 % en juin 2024 à 2,00 % en juin 2025, ce qui redonne des marges budgétaires aux États membres.

La Banque centrale européenne pourrait se trouver confrontée à des problèmes d'arbitrage intertemporel face aux pressions inflationnistes. En effet, le resserrement de la politique monétaire pour maîtriser l'inflation à court terme pourrait compromettre les investissements nécessaires à la transition écologique, au risque que l'aggravation de la crise climatique augmente l'instabilité des prix à long terme. Le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz fait état de ce dilemme : *« Au total, s'efforcer de ramener rapidement l'inflation au voisinage de l'objectif de 2 % permettrait certes d'éviter un désancrage des anticipations, mais une réponse monétaire trop vigoureuse risquerait d'accroître les préventions à l'égard de l'action climatique, de retarder les efforts en direction de la construction d'une économie décarbonée, et d'augmenter en conséquence le risque d'une transition désordonnée. Ce serait, pour des institutions dédiées à la stabilité, une victoire à la Pyrrhus »* ⁽¹⁾. Les auteurs préconisent ainsi que les banques centrales puissent *« au minimum conduire la politique monétaire avec doigté, et sans doute même opérer un relèvement temporaire de leur cible d'inflation »*.

II. LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE A ENTAMÉ UNE ACTION PIONNIÈRE POUR INTÉGRER LES ENJEUX CLIMATIQUES À LA POLITIQUE MONÉTAIRE

A. LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE PREND PLEINEMENT EN COMPTE LES RISQUES CLIMATIQUES DANS SES MISSIONS DE SUPERVISION DU SYSTÈME FINANCIER ET DE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

1. Une prise en compte fondée sur le mandat principal de la BCE

En vertu des traités européens, la Banque centrale européenne a pour mandat principal d'assurer la stabilité des prix. Depuis la revue de la stratégie de 2021, la stabilité des prix est définie comme un niveau d'inflation de 2 % à moyen terme. Cet objectif d'inflation est symétrique, ce qui signifie que les écarts négatifs et positifs à la cible sont également indésirables et justifient de la même façon une intervention de la banque centrale.

Ce mandat étroit, prolongé sur le plan institutionnel par de fortes garanties d'indépendance, vise à garantir la crédibilité des objectifs d'inflation de long terme. Conformément à la théorie monétariste orthodoxe, il doit ainsi permettre d'éviter les biais inflationnistes induits par l'intrication de la politique monétaire et de la politique budgétaire, lorsque les banques centrales devaient également soutenir l'activité et monétiser le déficit public. Ce mandat a longtemps été interprété comme imposant à la banque centrale un principe de neutralité, l'empêchant de favoriser tel ou tel secteur de l'économie, notamment le changement climatique, comme vu plus haut.

(1) Jean-Pierre Pisani-Ferry et Selma Mahfouz, « Les incidences économiques de l'action pour le climat », 2023.

Il est désormais largement admis que Banque centrale européenne peut prendre en compte le changement climatique dans le cadre de son mandat, tel qu'il est défini par les traités européens.

L'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne dispose : « *L'objectif principal du Système européen de banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne. (...) Le SEBC contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.* »

Ces dispositions ouvrent la voie à une action climatique de l'Eurosystème au titre de son mandat subsidiaire de soutien aux politiques générales de l'Union. Parmi les objectifs de l'Union, énoncés à l'article 3 du Traité sur l'Union européenne, figure notamment « *le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive qui tend au plein-emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement* ». L'Union européenne s'est ainsi fixé, dans la loi européenne sur le climat du 30 juin 2021, un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici 2030 afin d'atteindre la neutralité climatique à l'horizon 2050.

Le soutien que la Banque centrale européenne peut apporter dans ce cadre demeure néanmoins sujet à interprétation, et soumis à deux restrictions d'importance. Premièrement, il ne doit pas porter atteinte à l'objectif principal de stabilité des prix. Deuxièmement, le mandat de l'Eurosystème est de nature supplétive : il ne lui appartient pas d'élaborer et de mettre en œuvre des politiques économiques de façon autonome, ni d'en assumer la responsabilité, mais seulement de soutenir les politiques définies par les institutions européennes compétentes. Compte tenu des contours incertains du mandat subsidiaire, les mesures prises sur ce seul fondement risquent de se trouver exposées à de fortes controverses.

L'Eurosystème peut invoquer de façon plus certaine son mandat de stabilité financière, reconnu explicitement à l'article 127. C'est d'ailleurs dans ce champ que les banques centrales ont commencé à agir sur le plan climatique, dans la lignée du discours fondateur de Mark Carney. La Banque centrale européenne peut à ce titre conduire des travaux sur l'exposition des institutions financières aux risques financiers induits par le changement climatique et la transition écologique.

Mais la prise en compte des enjeux climatiques peut également se justifier directement par le mandat principal de la BCE, la stabilité des prix, en raison des effets conjoncturels et structurels du réchauffement climatique et de la transition vers une économie bas-carbone sur l'inflation et la transmission de la politique monétaire.

L'Eurosystème a ainsi fait le choix d'inscrire son action climatique directement au cœur de son mandat principal. Selon les propos du gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, en février 2021, *« sans avoir même à invoquer nos objectifs secondaires qui incluent la protection de l'environnement, le climat est lié au cœur du mandat monétaire de l'Eurosystème : la stabilité des prix. Les chocs dus au changement climatique sont potentiellement difficiles à gérer pour la banque centrale en raison de leur nature stagflationniste, car ils pourront provoquer à la fois des tensions à la hausse sur les prix et un ralentissement de l'activité »*. Cela a été confirmé aux rapporteurs par la Banque de France, qui affirme que *« l'Eurosystème estime ne pas avoir besoin de faire appel au mandat subsidiaire pour justifier la prise en compte des enjeux climatiques et la transition vers la neutralité carbone dans le cadre de son action »*.

Une telle position a le mérite de faire échapper la mise en œuvre de mesures climatiques aux contestations politiques et juridiques qu'elles pourraient susciter parmi les partisans d'une restriction du mandat de la banque centrale à la seule stabilité des prix. Elle est aujourd'hui appuyée par un large consensus scientifique ⁽¹⁾.

L'objectif secondaire n'interviendrait que dans un second temps, pour assurer que le choix des instruments de la banque centrale soit compatible avec la politique climatique de l'Union européenne. Isabel Schnabel, membre du Directoire de la BCE, considère ainsi que le mandat secondaire implique de veiller à ce que toutes les politiques de la BCE soient alignées autant que possible sur les objectifs de l'accord de Paris visant à limiter le réchauffement climatique à un niveau bien inférieur à 2 degrés Celsius. Cela exige, en particulier, de décarboner les activités de l'Eurosystème. Comme l'a déclaré Frank Elderson, membre du directoire de la BCE, à Amsterdam le 4 octobre 2024 : *« Spécifiquement, chaque fois que nous avons le choix entre deux instruments – ou entre deux calibrations d'instruments – qui sont également favorables au maintien de la stabilité des prix, nous sommes légalement tenus de choisir celui qui soutient le mieux les politiques économiques générales de l'Union européenne. Cela implique que, chaque fois que nous ajustons la calibration de nos instruments, nous devons choisir l'option qui soutient notre trajectoire de décarbonation, à moins que notre évaluation de proportionnalité ne montre qu'il existe d'autres moyens, moins intrusifs, d'atteindre la stabilité des prix. »*

Ces trois justifications se retrouvent, de façon hiérarchisée, dans la motivation du Programme d'action pour le climat, présenté le 4 juillet 2022 par le Conseil des gouverneurs : *« Le changement climatique et la transition vers une*

(1) Miles Parker, « The Impact of Disasters on Inflation », *Economics of Disasters and Climate Change*, Springer, vol. 2 (1), p. 21-48, avril 2018 ; Dirk Schoenmaker et Rens van Tilburg, « Price stability is all about climate change », Bruegel, 8 avril 2024 ; Maximilian Kotz et alii, « Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks », in *Environmental Research Letters*, vol. 20, n° 8, 2025 ; Joseph Feyertag, « Beneath the curves : central banking in the era of environmental labour market disruption », Cetex, 23 juillet 2025 ; Gilles Dufrénot, William Ginn et Marc Pourroy, « Climate change impacts on commodity price stability through changing ENSO patterns », *World Development*, vol. 197, janvier 2026.

*économie plus verte ont des répercussions sur notre **principal objectif de maintien de la stabilité des prix** en raison de leur incidence sur notre économie ainsi que sur le profil de risque et la valeur des actifs figurant au bilan de l'Eurosystème. En tant qu'autorité de **surveillance prudentielle**, il est de notre devoir de contribuer à la sécurité et à la solidité du secteur bancaire en vérifiant que les banques ont pris les dispositions nécessaires pour faire face au risque lié au climat. De plus, en tant qu'institution européenne agissant dans le cadre de notre mandat et sans préjudice de notre objectif principal, nous devons participer **au soutien des politiques économiques générales** qui concourent à la réalisation des objectifs de l'Union européenne (UE) fondés sur les traités. La protection de l'environnement compte au nombre de ces objectifs. »*

Un tel engagement contraste fortement avec la position de la Réserve fédérale américaine (Fed), dont le président Jérôme Powel considérait en 2023 : *« sans mandat explicite du Congrès, il ne serait pas approprié que nous utilisions notre politique monétaire ou nos outils de supervision pour promouvoir une économie plus verte ou pour atteindre d'autres objectifs liés au climat. Nous ne sommes pas, et nous ne serons pas des décideurs politiques en matière de climat. »*

Au niveau international, si aucune banque centrale n'a un objectif primaire de protection de l'environnement, beaucoup peuvent y contribuer dans le cadre de leur mandat secondaire. Parmi les 135 banques centrales recensées par Simon Dikau et Ulrich Volz en 2021, plus de la moitié seraient légitimes à contribuer à la lutte contre le réchauffement climatique, à condition de ne pas remettre en cause l'objectif principal de stabilité des prix : 12 % disposent d'un objectif secondaire explicite de soutien à une croissance durable – c'est le cas de la Malaisie, de l'Afrique du Sud, et de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest notamment – et les autres ont une mission implicite de soutien aux politiques économiques menées par le gouvernement, parmi lesquelles peut figurer la soutenabilité environnementale. Le fait de ne disposer que d'un mandat implicite n'a d'ailleurs pas empêché certaines banques centrales de pays émergents d'adopter des mesures ambitieuses pour verdir la politique monétaire, comme le Bangladesh.

2. Une prise en compte revendiquée dès 2021 et concrétisée par l'adoption d'un Programme d'action pour le climat en 2022

À l'issue de la revue de sa stratégie de politique monétaire intervenue en 2021, le Conseil des gouverneurs a publié une déclaration qui entérine la prise en compte du changement climatique dans la conduite de la politique monétaire : *« Le changement climatique a de profondes conséquences sur la stabilité des prix, en raison de ses effets structurels et conjoncturels sur l'économie et le système financier. La lutte contre le changement climatique est à la fois un défi d'envergure mondiale et une priorité stratégique pour l'UE. Le Conseil des gouverneurs s'engage, dans le cadre de son mandat, à veiller à ce que l'Eurosystème prenne pleinement en compte, conformément aux objectifs de l'UE en matière de climat, l'incidence du changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone sur la politique monétaire et les activités de banque*

centrale. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a approuvé un plan d'action ambitieux sur le changement climatique. Le Conseil des gouverneurs a non seulement intégré l'ensemble des facteurs liés au climat dans ses évaluations de la politique monétaire, mais il révisera également son cadre opérationnel de politique monétaire en ce qui concerne la publication d'informations, l'évaluation des risques, les achats d'actifs du secteur des entreprises et le dispositif de garanties. »

Le plan d'action sur le changement climatique, adopté le 8 juillet 2021, a été prolongé par la présentation d'un Programme d'action pour le climat, le 4 juillet 2022. S'il prévoit des mesures spécifiques pour la politique monétaire, qui seront traitées dans la partie suivante, le plan d'action couvre également l'ensemble des champs d'action de la Banque centrale européenne, de la prévision macroéconomique à la surveillance prudentielle du système financier.

a. Analyser et modéliser l'incidence du changement climatique et de la transition

La Banque centrale européenne a entamé des travaux pour mieux évaluer les effets macroéconomiques du changement climatique et de la transition sur l'inflation et l'économie réelle. Cela suppose de faire évoluer ses outils de modélisation afin de réaliser des projections permettant d'évaluer leur incidence aussi bien sur l'inflation, sur la production, sur la politique monétaire ou sur les marchés financiers, à moyen comme à long terme.

Pour mieux appréhender les effets de la transition, la Banque de France a développé un nouveau modèle satellite (FR-GREEN) pour compléter le modèle économique principal (FR-BDF) utilisé pour les projections et les variantes de politique économique. Comme le présente la Banque de France, « *le modèle FR-GREEN a été spécifiquement construit pour étudier la transition, avec une modélisation explicite des technologies de production et de consommation polluantes et non polluantes, ainsi que l'utilisation de différents types d'énergie* ». En augmentant un modèle macroéconomique préexistant, la Banque centrale européenne a développé un modèle similaire à FR-GREEN qui, bien que moins détaillé au niveau sectoriel, différencie également plusieurs types d'énergie et peut donc être utilisé pour décrire une transition énergétique. Une collaboration avec le FMI a permis d'adapter à la France leur modèle macroéconomique multi-pays et multisectoriel (GMMET) pour identifier certains mécanismes de transition sectorielle ainsi que les effets de bouclage avec le reste du monde.

Concernant les risques physiques, la Banque de France a mené un travail exploratoire pour développer un modèle stylisé qui prend en compte la dynamique des émissions et les dommages qu'elle cause.

Les banques centrales de l'Eurosystème visent également à accroître la disponibilité et la qualité des données relatives au climat. Pour ce faire, elle envisage d'acquérir des données commerciales liées au changement climatique auprès des agences de notation, d'évaluer leur fiabilité et leur qualité, et d'élaborer à titre expérimental des indicateurs climatiques.

La Banque de France a ainsi déployé, en 2024, un « indicateur climat » destiné à mesurer les risques climatiques et de transition auxquels sont exposées les entreprises. Il identifie leur vulnérabilité aux aléas climatiques conformément à la Trajectoire de réchauffement de référence pour l'adaptation au changement climatique (TRACC), en croisant leur localisation géographique avec les projections climatiques de Météo France. Il évalue également si leur trajectoire d'émissions de gaz à effet de serre est compatible avec les objectifs de l'accord de Paris, en s'appuyant sur la méthodologie ACT élaborée par l'ADEME. Pour ne pas accroître la charge administrative pour les entreprises, l'indicateur repose dans la mesure du possible sur des *reportings* existant, mais pourrait à terme utiliser les données extra-financières publiées par les entreprises en application de la directive CSRD. Les entreprises qui ne sont pas assujetties à des obligations de publication d'informations peuvent, sur la base du volontariat, répondre à un questionnaire. L'indicateur n'est diffusé par la Banque de France auprès des institutions financières compétentes qu'avec l'accord de l'entreprise.

La Banque centrale européenne prévoit, enfin, de conduire des travaux analytiques pour alimenter les débats sur la finance durable, en évaluant le rôle des instruments financiers verts dans le financement de la transition.

b. Intégrer les risques climatiques à la surveillance prudentielle du système financier

Dans le cadre de sa mission d'assurer la stabilité du système financier, l'Eurosystème cherche à améliorer l'évaluation et la gestion des risques financiers liés au changement climatique.

La Banque centrale européenne a pu s'inspirer des mesures pionnières mises en place par la Banque d'Angleterre pour intégrer les risques liés au changement climatique dans ses cadres de supervision prudentielle à la suite du discours de Mark Carney de 2015. Depuis 2019, la Banque d'Angleterre impose aux banques et aux assureurs des attentes formalisées en matière de gouvernance, gestion des risques, analyse de scénario et publication d'informations en lien avec le réchauffement climatique. Elle a également conduit, en 2021, un premier *stress test* climatique (*Climate biennial exploratory scenario*) évaluant la résilience du secteur bancaire et assurantiel britannique à différents scénarios de transition ⁽¹⁾.

En 2020, la Banque centrale européenne a publié un **guide relatif aux risques liés au climat et à l'environnement** qui détaille ses attentes en matière de déclaration et de gestion de ces risques par les banques. Puis, en partenariat avec les

(1) Contribution écrite de la Banque de France.

autres autorités de supervision européennes, la BCE a mis au point des **tests de résistance climatique** qui évaluent l'exposition des portefeuilles des établissements de crédit au changement climatique et simulent les pertes en cas de chocs climatiques.

La BCE a conduit un premier *stress test* climatique en 2022 sur 41 établissements de crédit, ainsi qu'une revue de la prise en compte du risque climatique pour 186 banques. Elle en a conclu à l'insuffisance des mesures prises par les banques jusque-là : 59 % des banques n'ont pas encore mis en place de dispositifs de tests de résistance climatique, et à peine 20 % tiennent compte des risques climatiques lors de l'octroi de prêts. En outre, près de deux tiers des revenus que les banques tirent de leur clientèle de sociétés non financières proviennent de secteurs à fortes émissions de gaz à effet de serre.

La BCE a considéré que les pertes demeuraient largement sous-évaluées en raison d'un manque de disponibilité ou de collecte des données (émissions de gaz à effet de serre, DPE, ...), et du champ restreint de l'exercice. La Cour des comptes relevait également des limites importantes liées aux caractéristiques des modèles employés : *« En effet, ces modèles sont fondés sur l'analyse de l'historique des défauts des emprunteurs et des pertes ainsi occasionnées, qui n'ont été que peu impactés par le changement climatique dans le passé. Par ailleurs l'horizon temporel de projection des modèles de risque issus des règles du comité de Bâle est d'un an, nettement inférieur à l'horizon temporel de matérialisation du risque climatique. Ce dernier dépasse aussi en très grande partie la durée de maturité des portefeuilles bancaires, qui est en moyenne de trois ans ⁽¹⁾ ».*

Les dernières réglementations prudentielles bancaires et assurantielles (CRR3, CRD6, et Solvabilité 2), qui fixent les exigences minimales de fonds propres que doivent respecter les établissements (« pilier 1 »), ont introduit **des mesures contraignantes pour obliger ces acteurs à prendre en compte les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et à présenter un plan de transition associé à la gestion de ces risques.** Les banques devront notamment faire la transparence sur leurs expositions aux risques ESG et conduire des *stress tests* internes qui intégreront un volet ESG.

À l'issue du *stress test* climatique, la BCE a transmis aux banques concernées une liste de mesures correctives individualisées et confidentielles à mettre en œuvre avant fin 2024. Or, dans une note publiée en août 2025, la BCE a relevé que les banques participantes n'avaient réduit les crédits octroyés aux industries fortement émettrices que dans des proportions très inégales : ce sont les établissements les plus performants qui ont le plus contribué à réduire le financement des activités brunes, quand d'autres doivent encore améliorer leur capacité à mesurer et gérer les risques climatiques.

(1) Cour des comptes, « Accompagner l'adaptation de l'économie au changement climatique : le rôle des institutions financières et bancaires », 12 mars 2024.

À défaut de respecter les exigences du superviseur, les banques s'exposent à des sanctions. La BCE a ainsi décidé, le 10 novembre 2025, d'imposer des astreintes d'un montant de 187 650 € à ABANCA Corporación Bancaria pour manquement à son obligation d'évaluer les risques liés au climat et à l'environnement. L'amende infligée, bien que relativement modeste, envoie néanmoins un signal fort au secteur bancaire : les exigences climatiques sont contraignantes et leur non-respect peut entraîner des sanctions. Selon plusieurs experts, cette décision démontre la détermination de la BCE à faire respecter les règles relatives aux risques climatiques et environnementaux. Elle pourrait annoncer un renforcement des mesures de supervision à partir de 2026, notamment avec l'entrée en vigueur des lignes directrices européennes sur la gestion des risques ESG ⁽¹⁾.

Recommandation n° 1 : prévoir dans la réglementation prudentielle bancaire (CRR3 et CRD6) la réalisation de stress tests climatiques réguliers, fondés sur une méthodologie consolidée, et dont les résultats seront rendus publics.

En tant que superviseur, la BCE est habilitée à imposer des exigences prudentielles renforcées (« pilier 2 »), qui pourraient notamment se traduire par des demandes de capital additionnel. Si la BCE n'a pas encore imposé de pondérations spécifiques aux actifs polluants dans le calcul des ratios prudentiels, elle évalue actuellement la possibilité d'ajuster les exigences en fonction de l'exposition des banques aux risques climatiques ⁽²⁾. À titre d'exemple, la banque centrale du Brésil intègre, depuis 2011, les risques financiers climatiques dans le ratio de capital réglementaire imposé aux banques ⁽³⁾.

Pour favoriser l'intégration des risques liés au climat, la réglementation prudentielle européenne pourrait moduler le ratio de capital applicable aux institutions financières en fonction du degré de verdissement de leur bilan. L'introduction d'un *green factor* pourrait permettre d'alléger les charges de capital des établissements de crédit à raison des financements durables qu'elles accordent, afin de leur permettre d'accompagner davantage de projets verts à un certain niveau de fonds propres. Bpifrance a exprimé son soutien à une telle mesure lors de son audition.

L'économiste Laurence Scialom relève cependant le risque d'altérer la solidité des banques en accroissant l'effet de levier. Elle préconise plutôt un *brown penalizing factor*, qui renchérirait les charges de capital associées au financement d'activités très nocives pour le climat, ce qui permettrait à la fois d'inciter à une réallocation des flux financiers et de renforcer la résilience des banques quand les risques d'actifs échoués sont élevés. Finance Watch a ainsi proposé une pondération de 150 % sur les expositions aux actifs fossiles. La meilleure option consisterait encore, selon Laurence Scialom, à agir sur le ratio de levier des banques : le ratio

(1) Moriah Costa, « ECB issues first ever climate risk fine to Spanish bank », *Green Central Banking*, 11 novembre 2025.

(2) Contribution écrite Direction générale du Trésor.

(3) Contribution écrite de Laurence Scialom.

de levier simple, introduit par les accords de Bâle III, qui contraint les banques à financer au minimum 3 % de leurs actifs, pourrait être renforcé avec une différenciation sectorielle intégrant le risque d'échouage.

Recommandation n° 2 : Réviser les textes CRR3, CRD6 et Solvabilité 2 pour différencier les ratios prudentiels applicables aux institutions financières en fonction de leur exposition aux risques climatiques afin d'encourager la réorientation des flux financiers et de renforcer leur résilience face aux chocs.

c. Accroître la transparence et promouvoir les bonnes pratiques au sein de l'Eurosystème

L'Eurosystème s'est également engagé à réduire sa propre incidence sur l'environnement et à renforcer la transparence en la matière.

Depuis 2023, la Banque centrale européenne et toutes les banques centrales nationales de l'Eurosystème publient chaque année des « **déclarations financières relatives au climat** » qui rendent compte de l'empreinte carbone de leurs portefeuilles, que les actifs soient détenus au titre de la politique monétaire ou non, et permettent de mieux évaluer son exposition aux risques climatiques. Elle rejoint ainsi la pratique de la Banque d'Angleterre, qui communique l'exposition de son bilan aux risques climatiques depuis 2020.

Au nom de son objectif secondaire de soutien au changement climatique, la Banque centrale européenne s'efforce également de **réduire les émissions de ses portefeuilles non liés à la politique monétaire afin de les aligner sur l'Accord de Paris**. Cela concerne le fonds de pension du personnel, qui représentait 2,5 Md€ en 2024, et son portefeuille de fonds propres, qui atteignent 22,7 Md€. La part des fonds obligations vertes dans son portefeuille de fonds propres est ainsi passée de 4 % en 2020 à 28 % en 2024.

3. Un engagement prolongé au niveau international

Les banques centrales de l'Eurosystème contribuent, en outre, aux travaux du Réseau pour le verdissement du système financier (*Network for Greening the Financial System, NGFS*), qui a été créé lors du *One Planet Summit* de Paris le 12 décembre 2017, à l'initiative de la Banque de France et de sept autres banques centrales et superviseurs.

Il rassemble aujourd'hui 144 banques centrales et des autorités de supervision et 21 organisations internationales qui, sur une base volontaire, souhaitent collaborer en vue de développer les meilleures pratiques en matière de prise en compte des enjeux climatiques dans l'ensemble des activités des banques centrales et des superviseurs, contribuer au développement de la gestion des risques liés au climat et à la nature dans le secteur financier et faciliter la mobilisation la finance traditionnelle pour soutenir la transition vers une économie durable.

Pour ce faire, le NGFS élabore de manière collaborative et met à disposition de ses membres, et plus largement de l'ensemble de la communauté financière, des guides pratiques et des rapports techniques sur divers thèmes (supervision, risques liés à la nature, politique monétaire, investissement responsable des banques centrales, données...), ainsi que des outils (les scénarios climatiques de long et court termes) leur permettant de renforcer leurs compétences et les outils de gestion nécessaire à leur action en matière de risques liés au climat et à la nature.

B. LE VERDISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE : UNE APPROCHE PAR LES RISQUES

Le Conseil des gouverneurs s'est engagé, en 2021, à intégrer directement les questions liées au changement climatique à ses opérations de politique monétaire, en ouvrant la voie à un verdissement de ses instruments. L'ambition affirmée est double : limiter l'exposition du bilan de l'Eurosystème aux risques financiers liés au climat ; mais également renforcer la contribution des banques centrales à la transition écologique de l'économie en soutenant l'essor de la finance durable. Cette approche à la fois prudentielle et promotionnelle répond à la double matérialité des enjeux climatiques.

Si une telle prise en compte du changement climatique au cœur de la politique monétaire marque un changement de paradigme certain, force est de constater que les réalisations demeurent assez limitées du fait de difficultés techniques et de l'abandon des politiques non-conventionnelles, dans un contexte de résurgence de l'inflation.

1. Une meilleure appréhension des risques économiques liés au changement climatique dans la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire

Le plan d'action présenté par le Conseil des gouverneurs en 2021, et complété en 2022, prévoit **trois mesures opérationnelles**. La première concerne les programmes d'achats d'actifs des banques centrales, la seconde le dispositif de garanties dans le cadre des opérations de refinancement des banques commerciales, et la dernière leur est transversale.

a. Le verdissement des programmes d'achats d'actifs

La première mesure consistait à réorienter progressivement les achats d'actifs d'entreprises de l'Eurosystème selon une trajectoire compatible avec les objectifs de l'accord de Paris. À titre de comparaison, la Banque d'Angleterre a ajusté dès 2021 son *Corporate Bond Purchase Scheme (CBPS)* afin d'aligner ses achats d'obligations d'entreprise avec les objectifs climatiques du gouvernement britannique.

Pour cibler les entreprises les plus performantes sur le plan climatique, la Banque centrale européenne a mis en place un **système de notation climatique interne**, allant de 0 à 5, fondé sur **trois critères** :

- les **émissions passées de l'entreprise** au regard des entreprises du même secteur, selon une approche « *best in class* », et de l'ensemble des entreprises ;
- les **objectifs affichés par les entreprises en matière de lutte contre le réchauffement climatique**, qui doivent être scientifiquement fondés, c'est-à-dire conformes aux recommandations du GIEC ou de l'initiative Science Based Targets initiative ;
- la **transparence** de l'entreprise sur ses émissions de gaz à effet de serre, selon la qualité des informations qu'elle publie.

L'Eurosystème module ensuite le volume de titres qu'il acquiert, en accordant un traitement préférentiel aux titres qui détiennent un bon score climatique, sans aller jusqu'à exclure les entreprises les moins performantes. Si tous les titres restent théoriquement éligibles, une limite de maturité est cependant appliquée aux titres des émetteurs qui présentent le plus haut risque climatique.

Cette réorientation n'a finalement concerné que les réinvestissements des programmes d'achats d'actifs existants, jusqu'à fin 2024. L'Eurosystème a mis fin aux achats nets du PEPP, en mars 2022, et aux achats nets de l'APP, en juillet 2022, dans un contexte de resserrement de la politique monétaire face aux pressions inflationnistes. Pour que la décision de réduire les réinvestissements dans le cadre du programme APP, adoptée en mars 2023, ne compromette pas la trajectoire de décarbonation engagée, le Conseil des gouverneurs a renforcé le poids des critères climatiques dans la stratégie de réinvestissement. Les réinvestissements ont cependant cessé définitivement en juillet 2023 pour de l'APP, et à compter du 1^{er} janvier 2025 pour le PEPP.

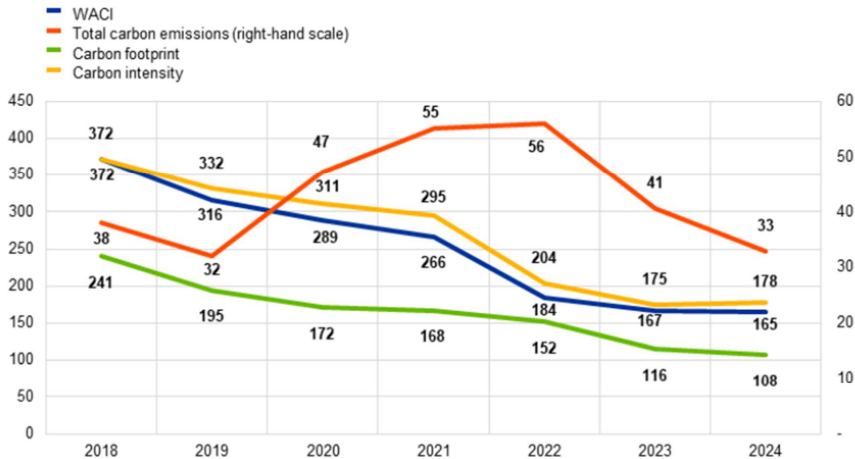
Il en a résulté une décarbonation progressive des obligations d'entreprises détenues par l'Eurosystème, limitant son exposition aux risques climatiques. **L'intensité carbone moyenne du portefeuille d'obligations d'entreprises s'est ainsi réduite de 38 % entre 2021 et 2024** – 10 % sont dus à la réallocation des investissements conduite par la BCE, et 28 % à la décarbonation en cours des entreprises dont les titres étaient déjà inclus dans le portefeuille⁽¹⁾. Fin décembre 2023, le portefeuille d'obligations d'entreprises détenu par la BCE était composé à plus de 40 % par des émetteurs ayant une bonne note climatique (4 ou 5), à 30 % d'émetteurs ayant une note moyenne (3), et à 20 % d'émetteurs affichant une note médiocre, inférieure à 3⁽²⁾.

(1) Banque centrale européenne, *Déclarations financières relatives au climat*, juin 2025.

(2) Banque centrale européenne, *Déclarations financières relatives au climat*, juin 2024.

ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX INDICATEURS D'ÉMISSIONS DES SCOPES 1 ET 2 POUR LES PORTEFEUILLES D'OBLIGATIONS D'ENTREPRISES DE L'EUROSISTÈME

(left-hand scale: tCO₂e/EUR million; right-hand scale: million tCO₂e)



Sources: Institutional Shareholder Services, Bloomberg and ECB calculations.

Notes: The chart shows historic values for the four key metrics used for corporate sector holdings based on issuers' scope 1 and 2 emissions. Metrics are calculated using bonds' nominal values. Emissions normalisation in the WACI and carbon intensity metrics is based on revenue (in EUR millions), while emissions normalisation in the carbon footprint metric is based on the investment amount (in EUR millions). Underlying holdings refer to year-end values.

Source : BCE.

Au-delà des effets purement quantitatifs, le verdissement des achats d'actifs a pu jouer un rôle d'entraînement à l'égard des entreprises, en les incitant à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre. La perspective que les obligations bien notées sur le plan climatique soient plus susceptibles d'être rachetées par la banque centrale a pu améliorer leur liquidité et, ce faisant, diminuer le rendement exigé par les investisseurs, améliorant les conditions de financement des entreprises qui les émettent. Si aucune analyse n'a encore été réalisée sur l'incidence du verdissement des programmes d'achats d'actifs de la BCE en la matière, la Direction générale du Trésor considère qu'une telle relation peut être raisonnablement supposée, en extrapolant les résultats d'études menées sur un champ similaire. Il a ainsi été démontré que la mise en place du programme CSPP par la BCE s'était traduite par une baisse des *spreads* de 25 points de base pour les obligations éligibles, quand les obligations non éligibles ne connaissaient qu'une baisse de 10 points de base ⁽¹⁾.

b. Le verdissement du dispositif de garanties

L'Eurosystème avait annoncé dès 2021 qu'il examinerait les différentes approches possibles pour intégrer les risques liés au changement climatique dans son dispositif de garanties. Lorsqu'elle prête aux banques commerciales pour les refinancer, la banque centrale exige que ces dernières lui remettent des actifs en

(1) Santis et al. (2018), Zaghini (2017), Pinto et al. (2021), Cohen (2022).

garantie pour une valeur au moins équivalente, qui lui permettront de se rembourser en cas de défaillance de sa contrepartie – c’est ce qu’on appelle le collatéral de politique monétaire. Afin d’assurer la qualité et la sûreté de ces actifs, et protéger le bilan de l’Eurosystème, ils sont soumis à des critères d’éligibilité définis dans le cadre réglementaire de collatéral de la BCE.

En 2021, un premier pas vers le verdissement a été franchi avec la reconnaissance de l’éligibilité au collatéral de politique monétaire des obligations liées à un objectif de durabilité.

Puis, en juillet 2022, le Conseil des gouverneurs a annoncé vouloir limiter la part des titres bruns qui pourront être apportés en garantie par les banques. Il était prévu que de telles restrictions s’appliquent aux obligations de sociétés non financières dès la fin de l’année 2024, avant qu’elles soient étendues à d’autres catégories d’actifs à mesure que la qualité des données relatives au climat s’améliorerait.

Cette mesure a finalement été abandonnée le 17 juillet 2024, le Conseil des gouverneurs estimant que « les conditions techniques préalables n’étaient pas réunies ». La Direction générale du Trésor juge de fait qu’une politique de verdissement des collatéraux trop restrictive pourrait constituer un obstacle au refinancement des banques et à l’efficacité de la politique monétaire, par manque de titres verts en quantité suffisante.

Les gouverneurs se sont à nouveau emparés du sujet, le 29 juillet 2025, en privilégiant une autre option de verdissement : l’application de décotes aux titres carbonés dans leur valorisation en tant que collatéraux.

Le dispositif reposera sur **l’introduction d’un facteur climatique**, qui diminuera la valeur des actifs en fonction de leur exposition aux risques financiers liés au changement climatique et à la transition. Il aura vocation à s’appliquer en premier lieu aux seuls titres émis par des sociétés non financières.

Il est prévu que le facteur climatique s’articule sur trois composantes :

- l’exposition de l’actif lui-même aux risques liés au climat à raison de sa maturité résiduelle, ce qui favorisera les actifs à court terme ou proches de leur date d’échéance ;
- **l’exposition de l’entreprise émettrice**, qui sera appréhendée selon la méthodologie développée pour la notation climatique dans le cadre des achats d’actifs ;
- **l’exposition du secteur d’activité** concerné, selon les résultats du test de résistance climatique mené par l’Eurosystème en 2024.

Ce mécanisme a été accueilli favorablement par les organisations environnementales, à l'instar de Reclaim Finance qui estime qu'il est susceptible de « *décourager les banques d'utiliser comme garanties des actifs à long terme issus d'entreprises ou de secteurs à forte intensité carbone* ». L'association appelle néanmoins à n'accorder qu'un poids limité au critère lié à la maturité de l'actif, afin de ne pas favoriser les actifs de court terme carbonés.

Dans le même ordre d'idée, Positive Money juge qu'un système de collatéral plus favorable aux actifs verts sera susceptible d'augmenter le greenium dont ils bénéficient et ainsi d'inciter les banques à en émettre davantage. Pour l'instant, le greenium demeure encore trop faible pour compenser le coût plus élevé de la structuration des obligations vertes, expliquant leur faible part sur le marché.

La mesure devrait être mise en œuvre au second semestre de l'année 2026.

c. Le respect des exigences européennes de publication d'informations en matière de durabilité

Enfin, la Banque centrale européenne a annoncé qu'elle exclurait des rachats d'actifs et des collatéraux les titres des émetteurs qui ne satisferaient pas aux exigences de la directive relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (directive CSRD), lorsque celle-ci entrera en application pour toutes les entreprises européennes cotées.

Sa mise en œuvre a cependant été reportée en raison du projet de révision de la directive CSRD présenté par la Commission au début de l'année 2025, dans le cadre de son programme de simplification.

2. Une contribution toujours limitée de la politique monétaire à l'atténuation du changement climatique

Les gestionnaires d'actifs auditionnés ont souligné le **rôle de catalyseur de la Banque centrale européenne**, qui en intégrant les risques de durabilité dans ses cadres opérationnels a permis de donner l'impulsion à l'ensemble de l'économie.

Si les associations environnementales et les chercheurs auditionnés par les rapporteurs saluent également le changement de paradigme opéré par la Banque centrale européenne, ils observent que **la contribution de la politique monétaire à la lutte contre le réchauffement climatique demeure limitée**. Reclaim Finance regrette ainsi un « *bilan finalement mitigé* » du plan d'action pour le climat, tandis que Positive Money relève qu'« *il y a eu en définitive peu d'avancées concrètes* ».

Ils attribuent ces résultats décevants à un manque d'ambition environnementale dans l'élaboration des mesures, et à leur champ très limité au regard de l'ensemble du bilan de l'Eurosystème. Ces freins semblent néanmoins s'expliquer par la nécessité de concilier le verdissement des instruments avec la préservation de l'efficacité de la politique monétaire.

a. Une méthodologie qui n'empêche pas de financer les entreprises les plus émettrices

Dans le manifeste « Stabilité par la soutenabilité » qu'elles ont publié en janvier 2025, une quarantaine d'organisations de la société civile ont pointé la **persistance de failles méthodologiques qui permettent à la Banque centrale européenne de prolonger le soutien à des entreprises fortement émettrices** ⁽¹⁾. Selon Positive Money, « *il semble que les autorités monétaires et les autorités régulatrices soient plus enclines à considérer des politiques d'accompagnement de la transition écologique que celles qui pénalisent le soutien aux activités et entreprises non durables* ».

Les indicateurs sous-jacents au score climatique présenteraient trois défauts :

- Ils reposent sur l'**intensité carbone**, qui mesure la quantité de gaz à effet de serre émise par unité produite et est donc moins exigeant que les émissions en termes absolus. Une entreprise qui accroîtrait ses émissions pourrait ainsi voir son score climatique s'améliorer, si elle augmente encore plus rapidement sa production.
- L'**approche « best in class »** peut également aboutir à favoriser des entreprises dont les émissions sont inférieures à celles de leurs pairs dans un secteur d'activité, même si les efforts fournis demeurent médiocres en termes absolus.
- Enfin, les **indicateurs seraient lacunaires**. Des informations essentielles ne sont pas prises en compte, comme les projets d'extension des activités liées aux combustibles fossiles, ou de déforestation. Pour déterminer les émissions du scope 3, c'est-à-dire les émissions indirectes en amont et en aval de la chaîne de valeur, la BCE s'appuie sur une moyenne sectorielle, faut de disposer des données nécessaires pour chaque entreprise.

En outre, **la Banque centrale européenne n'a pas souhaité exclure de ses achats d'actifs, comme de son dispositif de collatéral, les entreprises les plus émettrices, notamment celles du secteur des énergies fossiles**. Reclaim Finance déplore également que les obligations vertes soient systématiquement favorisées, indépendamment de la performance climatique de l'entreprise, ce qui pourrait expliquer que trois obligations de l'entreprise du charbon EnBW Energie Baden aient pu être achetées par la Banque centrale européenne dans le cadre du verdissement de son programme ⁽²⁾.

(1) Reclaim Finance, « Stabilité par la soutenabilité : Trois recommandations pour la révision de la stratégie de politique monétaire de la BCE en 2025 », 28 janvier 2025.

(2) Contribution écrite de Reclaim Finance.

Il convient toutefois de souligner que **la Banque centrale européenne dépend, pour élaborer ses indicateurs climatiques, de la quantité et de la qualité des informations disponibles en la matière**. Ses « Déclarations financières liées au climat » s'appuient sur les informations achetées à des fournisseurs de données indépendants, Institutional Shareholder Services et Carbon4 Finance. S'agissant des émissions de scope 3, la BCE considère qu'elle ne dispose pas encore d'informations suffisamment fiables et comparables pour pouvoir les intégrer à ses indicateurs. Les émissions totales du scope 3 pour chaque catégorie d'avoirs ont cependant été publiées pour la première fois dans les déclarations financières de juin 2025.

b. Un champ d'application restreint aux seuls actifs d'entreprises

Le verdissement des programmes d'achats d'actifs et du dispositif de collatéral concerne exclusivement les titres émis par des sociétés non financières, qui n'occupent qu'une place restreinte dans les différentes opérations de l'Eurosystème. Comme l'a rappelé la Direction générale du Trésor, la part des actifs d'entreprises ne représentait que 8 % des titres détenus au titre de la politique monétaire pour les programmes APP et PEPP à la fin de l'année 2024, contre 85 % pour les obligations du secteur public ⁽¹⁾. Dans le système de garanties également, les actifs d'entreprises ne représentent que 5 % des garanties apportées par les banques, contre 30 % pour les prêts bancaires et 28 % pour les obligations sécurisées (*covered bonds*) ⁽²⁾.

La Banque centrale européenne n'a pas défini d'objectifs en termes de décarbonation de ses portefeuilles de titres publics. Comme l'explique Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, l'alignement des portefeuilles d'obligations du secteur public sur les objectifs de l'accord de Paris se heurte à trois difficultés ⁽³⁾. Premièrement, les marges de manœuvre de la BCE pour orienter les achats d'obligations souveraines sont limitées par la nécessité de respecter la clé de répartition du capital de la BCE par pays. Ensuite, il n'existe pas encore de cadre commun fiable pour garantir le caractère environnemental des obligations vertes émises par le secteur public. Enfin, la quantité d'obligations souveraines vertes disponible demeure encore faible, ce qui pourrait affecter la transmission de la politique monétaire – en 2024, l'encours des obligations souveraines vertes ne représente que 2,7 % de l'ensemble du marché d'obligations souveraines.

Par ailleurs, Positive Money souligne que le verdissement des achats d'actifs d'entreprises ne peut lui-même n'avoir qu'une incidence limitée sur les prix des actifs en raison du respect par la Banque centrale européenne d'un ratio d'emprise maximal de 70 % d'une souche obligatoire. Par conséquent, « *une part*

(1) Banque centrale européenne, Déclarations financières liées au climat, juin 2025.

(2) Contribution écrite de Reclaim Finance.

(3) Isabel Schnabel, « Monetary policy tightening and the green transition », 10 janvier 2023.

importante de la souche obligataire reste aux mains des acteurs de marché, lesquels exigent des rendements en ligne avec les standards ⁽¹⁾ ».

c. Des limites intrinsèquement liées aux insuffisances de l'approche par les risques en matière climatique

Selon plusieurs chercheurs auditionnés, la faible incidence de l'action climatique de la Banque centrale européenne jusqu'ici serait due à son cantonnement à une approche par les risques, strictement quantitative, qui présenterait plusieurs limites.

Tout d'abord, les outils classiques de prévision et d'évaluation des risques classiques utilisés par les institutions financières et les politiques prudentielles sont des modèles probabilistes fondés sur des données historiques, qui ne peuvent que sous-évaluer les risques liés au réchauffement climatique en raison de l'incertitude radicale et la non-linéarité qui caractérisent les événements climatiques extrêmes.

Ensuite, comme l'observe l'économiste Laurence Scialom, l'objectif de réduire les émissions de gaz à effet de serre en dessous d'un certain seuil critique, le budget carbone de la planète, est une référence physique étrangère aux référentiels de marché qui ne s'intéressent qu'aux prix : *« en d'autres termes, aucun mécanisme de marché ne peut conduire à des décisions qui limiteraient l'extraction lucrative des ressources, abandonnant ainsi dans le sol des réserves fossiles dont l'exploitation est très rentable » ⁽²⁾.*

En outre, dans une telle approche, le manque de données extra-financières sur l'impact climatique des entreprises risque de justifier l'inaction de la banque centrale, qui pourra mettre en avant des contraintes opérationnelles ou de faisabilité.

Il faudrait ainsi, selon eux, substituer une *« seconde approche, reposant sur la précaution plutôt que sur un vain calcul de risque »* qui *« serait plus favorable à l'action d'atténuation ⁽³⁾ ».*

(1) Contribution écrite de Positive Money.

(2) Contribution écrite de Laurence Scialom.

(3) Jézabel Couppey Soubeyran, « Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique », 2020.

DEUXIÈME PARTIE : LE DÉFI DU FINANCEMENT DE LA TRANSITION AMÈNE À INTERROGER L'OPPORTUNITÉ D'UNE IMPLICATION ACCRUE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN FAVEUR DU CLIMAT

I. LE VERDISSEMENT DU SYSTÈME FINANCIER S'EST HEURTÉ AU MANQUE DE RENTABILITÉ DES PROJETS DE TRANSITION ET À L'INSUFFISANCE DES INFORMATIONS ENVIRONNEMENTALES

A. UN PROBLÈME PERSISTANT DE FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE

1. Des besoins d'investissements massifs pour l'atténuation et l'adaptation au changement climatique

Avec le Pacte vert européen, présenté en 2019, l'Union européenne s'est dotée d'une stratégie de décarbonation ambitieuse pour limiter le réchauffement climatique en dessous de 2 °C, conformément à l'Accord de Paris. Il s'agit pour les pays européens d'endosser un rôle moteur dans la transition écologique en définissant de nouveaux standards respectueux de l'environnement et en se positionnant à la pointe de l'innovation sur les technologies propres. Les objectifs de neutralité carbone à l'horizon 2050 et de réduction des émissions d'au moins 55 % en 2030 ont été consacrés au niveau normatif par la « loi européenne sur le climat » du 30 juin 2021.

La Commission européenne a présenté, le 14 juillet 2021, **un paquet « Ajustement à l'objectif 55 »**, qui vise à assurer la contribution de l'ensemble des secteurs économiques et des États membres à l'effort de décarbonation nécessaire. Il prévoit notamment le renforcement du système d'échange de quotas carbone (SEQUE), la création d'un nouveau (SEQUE) pour les secteurs du bâtiment et du transport, la mise en place d'un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières afin de limiter les fuites de carbone, l'interdiction de la vente de véhicules thermiques neufs à l'horizon 2035 et l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a conduit l'Union européenne à accélérer encore la transition énergétique afin de réduire ses dépendances aux combustibles fossiles, au travers du **plan REPowerEU** du 10 mars 2022, qui porte à 42,5 % l'objectif de part des énergies renouvelables dans le mix énergétique européen à l'horizon 2030.

La stratégie européenne de décarbonation risque cependant de précipiter la désindustrialisation de l'Europe si elle n'est pas accompagnée d'une véritable politique industrielle de soutien aux technologies propres. La Chine a en effet acquis une avance considérable, grâce à des coûts de production faibles et d'importantes subventions publiques, qui la place en surcapacités sur la plupart des technologies vertes – elle représentait 75 % de la production mondiale

de panneaux photovoltaïques et de batteries, et 58 % de la production mondiale d'éoliennes en 2021 ⁽¹⁾. La nécessité de préserver sa balance commerciale, ses emplois et son autonomie stratégique a ainsi conduit l'Union européenne à se fixer l'objectif de produire sur son territoire au moins 40 % d'un ensemble de technologies vertes stratégiques, par l'adoption du règlement pour une industrie zéro net du 13 juin 2024. Le rapport Draghi appelle à persévérer dans cette voie en mettant en œuvre « *un plan conjoint de décarbonation et de compétitivité dans lequel toutes les politiques seront alignées sur les objectifs de l'Union européenne* ».

Le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz a montré que la transition écologique repose sur trois mécanismes économiques : la décarbonation de la production par la substitution de capital aux énergies fossiles (la production d'énergie renouvelable ou nucléaire, le déploiement de véhicules électriques, ou le développement des transports collectifs sont plus coûteux en capital) ; la sobriété ; et la réorientation du progrès technique vers une amélioration de l'efficacité énergétique. Compte tenu de la faible acceptabilité sociale de la sobriété, et du fait que la nouvelle génération d'innovations vertes ne devrait trouver à s'appliquer qu'à un horizon de moyen terme, **la réduction de 55 % des émissions d'ici 2030 devrait reposer à 85 % sur la substitution de capital aux énergies fossiles.**

Cela suppose d'importants efforts d'investissement. S'il est difficile de quantifier précisément le niveau d'investissements nécessaires, plusieurs estimations convergent vers un effort supplémentaire de plus de 2,5 % du PIB par an. Pour atteindre l'objectif d'une réduction de 55 % à l'horizon 2030, **la Commission européenne estime qu'il faudrait 620 Md€ d'investissements verts supplémentaires chaque année, soit 3,7 % du PIB de l'Union.** L'Institut pour l'économie du climat (I4CE) évalue, pour sa part, le déficit d'investissements bas-carbone de l'Union européenne à 406 Md€, soit 2,6 % du PIB ⁽²⁾. Les variations peuvent s'expliquer par les secteurs retenus dans le périmètre ou par les sous-jacents méthodologiques. Il s'agit à chaque fois de chiffres bruts, qui ne tiennent pas compte de la réorientation d'une partie des investissements carbonés vers des investissements durables.

En France, le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz a évalué les besoins d'investissements supplémentaires de décarbonation à 101 Md€ par an bruts, soit 3,5 % du PIB, et à 66 Md€ en retranchant les investissements carbonés actuels – le champ retenu exclut cependant les transports maritime et aérien. Ces estimations sont corroborées par la Direction générale du Trésor, qui estime que la décarbonation mobilisera 110 Md€ supplémentaires par an d'ici 2030, et 63 Md€ nets. Selon le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz, l'effort d'investissement portera essentiellement sur les secteurs du bâtiment (54 Md€) et des transports (32 Md€), qui représentent ensemble environ 70 % des émissions.

(1) Rapport Pisani-Ferry-Mahfouz.

(2) Clara Calipel, Antoine Bizien, Thomas Pellerin-Carlin, ELLERIN-CARLIN, « European Climate Investment Deficit report : an investment pathway for Europe's future », Institute for climate economics, 21 février 2024.

S'agissant de l'adaptation au changement climatique, il n'existe pas encore d'évaluation consolidée des besoins de financement nécessaires faute de stratégies d'adaptation suffisamment mûres pour élaborer des scénarios. L'incertitude sur l'ampleur et la fréquence des risques climatiques, et les effets de bascule possibles, explique qu'il soit difficile de quantifier les bénéfices des investissements d'adaptation. Il n'est par ailleurs pas toujours facile de distinguer ce qui relève de l'adaptation au changement climatique ou de l'adaptation, en raison de nombreux recoupements. Les estimations du Centre commun de recherche de la Commission européenne ont estimé les besoins d'investissement pour l'Union européenne et le Royaume-Uni entre 80 et 120 Md€ par an pour s'adapter à une hausse de 2 °C des températures globales, et de 175-200 Md€ si le réchauffement atteint 3 à 4 °C ⁽¹⁾.

2. Une mobilisation des capitaux privés limitée par le manque de rentabilité des projets de transition

Ces importants besoins d'investissements exigent de mobiliser les capitaux privés en complément des financements publics. Reconnaisant le rôle clé du secteur financier, l'Accord de Paris fixait ainsi, en son article 2, l'objectif de « rendre les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques ».

Compte tenu de l'important stock d'épargne européenne, qui représente plus de 35 000 Md€ en 2025, l'atténuation et de l'adaptation au changement climatique ne se heurte pas tant à une pénurie de financement qu'à une mauvaise allocation de ceux-ci. Toute la question est dès lors de favoriser une meilleure orientation des capitaux vers les projets de transition.

a. Malgré l'essor de la finance verte, des investissements privés encore insuffisants

La Commission européenne a présenté en 2018 un plan d'action pour la finance durable, prolongé en 2021, afin de réorienter les flux de capitaux vers l'investissement durable, à commencer par la transition vers une économie bas-carbone.

La pierre angulaire en est le **règlement européen du 18 juin 2020 « Taxonomie »** qui établit une classification de plus de soixante-dix activités économiques, correspondant à 90 % des émissions de l'Union européenne, afin d'identifier celles qui sont « durables sur le plan environnemental ». Pour être considérées comme telles, les activités doivent contribuer à l'un de six objectifs environnementaux ⁽²⁾, ne pas causer de préjudice significatif aux cinq autres

(1) European Commission, Joint Research Centre, « Towards net-zero emissions in the EU - Data Insights from scenarios in line with the 2030 and 2050 ambitions of the European Green Deal », 24 avril 2020.

(2) Les objectifs sont les suivants : (1) atténuation du changement climatique ; (2) adaptation au changement climatique ; (3) utilisation durable et protection des ressources aquatiques et marines ; (4) transition vers

objectifs (principe du *do not significant harm*), et respecter des garanties sociales minimales définies au niveau européen. La taxonomie reconnaît deux autres catégories plus extensives : les activités de transition pour lesquelles il n'existe pas d'alternative bas carbone mais dont les émissions de gaz à effet de serre correspondent aux meilleures performances du secteur, et les activités habilitantes, qui ne sont pas durables en soi mais qui permettent de réduire les émissions d'autres activités.

Le **règlement SFDR**, adopté en 2019 et entré en application en 2021, définit les obligations de transparence applicables aux institutions financières en matière de durabilité, afin de permettre aux investisseurs de comparer les produits financiers selon des critères environnementaux et sociaux. Les gestionnaires d'actifs doivent notamment distinguer les produits qui poursuivent un objectif d'investissement durable (article 9) de ceux qui intègrent seulement des caractéristiques ESG (article 8).

L'Union européenne a également adopté le **premier standard réglementaire d'obligations vertes**, par le règlement européen du 22 novembre 2023. D'application volontaire, le standard garantit que le produit des obligations sera affecté à des activités reconnues comme durables par la taxonomie verte, avec de fortes garanties de transparence et une certification par des auditeurs indépendants.

Les institutions financières auditionnées par les rapporteurs ont fait état de multiples engagements pris pour réduire leurs émissions de gaz à effet de serre. Les banques françaises participent ainsi à la *Net Zero Banking Alliance*, mise en place en 2021, qui rassemble 144 banques de 44 pays différents autour de l'objectif d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. Les banques participantes se sont engagées à adopter des cibles de décarbonation et des plans de transition, mais sans obligation de résultat.

Les banques françaises ont entamé le verdissement de leur bilan. Leurs encours de crédits verts et durables s'élèvent à 337 Md€ en 2023, soit quatre fois plus qu'en 2020. Les financements de projets d'énergie renouvelable représentent 73 Md€, en hausse de 74 % par rapport à 2021. Le Crédit agricole, Natixis, BNP Paribas et Société générale se classent dans le top 10 du marché mondial des prêts verts et du financement des énergies renouvelables. Elles sont également bien positionnées pour la structuration d'obligations vertes et durables, avec près de 100 Md€ structurés en 2023. Les banques françaises se sont également engagées collectivement à sortir du charbon thermique au plus tard d'ici 2030 pour les activités dans les pays de l'OCDE et d'ici 2040 pour le reste du monde, ainsi qu'à ne plus financer dès 2022 aucun projet dédié aux hydrocarbures dits « non-conventionnels » (pétrole ou gaz de schiste et sables bitumeux). Ces objectifs n'englobent cependant pas l'ensemble des énergies fossiles, ni l'intégralité de la chaîne de valeur.

une économie circulaire ; (5) prévention et contrôle de la pollution ; (6) protection et restauration de la biodiversité et des écosystèmes.

L'Association française de la gestion d'actifs (AFG) a également mis en avant le rôle moteur des gestionnaires d'actifs français en matière de finance durable. Ainsi, 59 % des encours de fonds d'investissement et des mandats gérés en France sont classifiés selon les catégories d'investissement responsable du Règlement Européen sur la transparence de la finance durable (SFDR), soit un encours de 2 531 Md€ en 2023. L'encours des obligations vertes était de 100 Md€ en 2023, en hausse de 11 % par rapport à 2022. En 2024, Entre 2017 et 2022, les fonds OPC d'actions français ont presque divisé par deux leur empreinte carbone ⁽¹⁾. Cette baisse s'explique principalement, d'une part par la création de nouveaux fonds détenant une part moins importante d'entreprises polluantes et d'autre part pour les fonds existants par la sélection au sein de chaque secteur d'activité des entreprises les moins émettrices de GES.

Des acteurs innovants se sont positionnés sur ce nouveau segment de marché, en offrant davantage de garanties sur l'utilisation des fonds selon des critères environnementaux. Les rapporteurs ont ainsi pu auditionner des néobanques, Green Got et Hélios, qui visent à assurer à leurs clients une meilleure transparence et une allocation de leur épargne au financement de la transition écologique, en se différenciant des pratiques souvent opaques des établissements financiers classiques. Elles s'engagent à investir à 100 % dans des projets verts l'épargne collectée dans le cadre de l'assurance-vie. N'ayant pas le statut d'établissements de crédit, elles n'ont cependant pas la main sur les comptes courants, qui sont cantonnés à la Banque centrale européenne. Elles agissent néanmoins en rétrocédant à des associations environnementales les frais bancaires facturés.

Les réalisations concrètes demeurent cependant très en deçà des besoins et difficiles à mesurer, faute de critères harmonisés. La Cour des comptes a ainsi jugé qu'en dépit d'une « communication massive » des institutions financières sur leurs engagements climatiques, « les montants mobilisés n'en demeurent pas moins faibles au regard des enjeux ». La Cour relève, en outre, les **niveaux d'ambition très inégaux** des banques, avec des objectifs de verdissement qui peuvent varier de 0,4 à 20 % de leur bilan, des **biais méthodologiques importants** selon le périmètre et le calendrier retenus, un **manque de transparence**, et un **suiti insuffisant**. Selon un rapport de l'Observatoire de la finance durable, fin 2021, sur les 694 engagements liés au climat pris par 400 acteurs financiers français, seuls 52 % étaient strictement suivis.

Si les banques européennes sont les plus avancées en matière de verdissement au niveau mondial, leur bilan est encore loin d'être compatible avec la trajectoire de décarbonation nécessaire. Le rapport *Banking and Business as Usual* montre que les banques européennes présentent en moyenne un ratio de 0,70 entre les financements alloués aux énergies renouvelables et aux énergies fossiles, contre 0,35 pour les banques japonaises et 0,25 pour les banques

(1) Dilyara Salakhova et Vincent Guégan, « Qu'est-ce qui fait varier l'empreinte carbone des fonds d'actions français ? », Banque de France, 31 janvier 2025.

américaines. Or, selon les dernières projections de l'Agence internationale de l'énergie, il faudrait atteindre un ratio de 5 en 2030 pour que la neutralité carbone soit atteignable à l'horizon 2050.

b. Une rentabilité insuffisante

Selon les acteurs financiers auditionnés par les rapporteurs, le principal obstacle à l'accélération de la transition écologique serait le manque de projets durables à financer. La Fédération bancaire française a ainsi fait état des difficultés rencontrées par ses membres pour allouer les crédits conformément aux objectifs qu'elles s'étaient fixées en matière de financement vert et durable. Ce déficit de projets aurait été accentué par l'*Inflation Reduction Act*, lancé par le président américain Joe Biden en 2022, qui aurait conduit de nombreuses entreprises à préférer développer leurs projets de décarbonation aux États-Unis plutôt qu'en Europe afin de bénéficier des importants soutiens publics déployés.

Cela renvoie, en définitive, à la rentabilité insuffisante des projets de transition pour qu'ils soient portés par des financements privés. La transition écologique consiste en effet principalement à substituer des investissements d'efficacité énergétique à des investissements dans le capital productif. Comme l'écrivent Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz, *« une spécificité des investissements dans l'efficacité énergétique est qu'ils ne permettent pas – en général – de produire plus de richesses : leur rentabilité tient à ce qu'ils réduisent les dépenses d'énergie futures, et plus largement les coûts d'exploitation. Cette rentabilité dépend donc fortement des prix futurs des différentes énergies et de la réalité des économies d'énergie, ce qui rend également leur financement plus incertain »*. Les investissements dans des véhicules électriques, dans la rénovation thermique des bâtiments ou dans les infrastructures de production d'électricité présentent typiquement ce profil d'une rentabilité incertaine qui ne se réaliserait que sur le temps long.

Les rendements sociaux, ou les externalités positives, des investissements verts ne sont pas pris en compte dans les calculs de rentabilité financière. Les économistes auditionnés identifient une défaillance de marché, qui justifie une intervention publique.

Une étude récente de France Stratégie a ainsi évalué que, **sur les 85 Md€ d'investissements bruts nécessaires en moyenne chaque année entre 2024 et 2030 dans les bâtiments et les transports routiers en France, seul un tiers serait rentable sans intervention publique si les prix de l'énergie restaient à leur niveau de 2024.** Même dans un scénario plus favorable, où les prix des carburants fossiles augmenteraient de 30 % d'ici 2030, seuls 50 % des investissements seraient rentables. Au niveau mondial, McKinsey et l'Institut de la finance internationale estiment que le secteur privé pourrait couvrir 55 % des investissements nécessaires pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050 au niveau mondial.

L’adaptation au changement climatique sera particulièrement difficile à financer par des capitaux privés, car ce type d’investissements ne permet aucun gain économique, mais seulement d’éviter d’importantes pertes futures à long terme.

Le financement de la transition suppose ainsi que les investisseurs soient prêts à accepter un rendement moindre. Les acteurs de la finance éthique auditionnés par les rapporteurs font état du choix opéré par leurs clients entre rentabilité et soutenabilité de leurs placements. Les épargnants sont prêts à accepter un rendement moindre en contrepartie de l’assurance qu’ils contribueront à financer des projets responsables.

Le « greenium », c’est-à-dire le moindre coût de financement dont bénéficieraient les projets labellisés comme verts ou durables, demeure cependant faible. Si une telle différence de taux a pu être constatée historiquement pour les obligations vertes par rapport aux obligations classiques, l’Agence France Trésor l’explique surtout par le déséquilibre qui perdurait entre l’offre encore limitée de titres verts et la demande croissante des investisseurs. Avec l’essor des émissions vertes, une telle prime à l’émission aurait probablement vocation à disparaître à terme. Les représentants de Bpifrance auditionnés ont également récusé l’existence d’un tel greenium, qui reste difficile à mesurer. Pour eux, l’émission d’obligations vertes se justifie davantage par la nécessité de diversifier leur base d’investisseurs et d’articuler les instruments financiers aux politiques menées, que par un gain de financement.

La rentabilité des projets verts peut cependant être améliorée par le biais de malus sur les alternatives brunes. Des réglementations contraignantes, comme l’interdiction de location des passoires thermiques, ou l’interdiction de vente de véhicules thermiques neufs à compter de 2035, permettent d’inciter les ménages et les entreprises à réaliser les investissements nécessaires. L’instauration d’une **tarification du carbone** a également pour effet d’augmenter le coût des énergies fossiles et de favoriser la rentabilité relative des projets décarbonés. C’est ce que l’Union européenne a entrepris avec la mise en place du système d’échange de quotas carbone, qui oblige les entreprises à acheter des quotas pour pouvoir dépasser un certain plafond d’émissions dans la production d’électricité, l’industrie, ainsi que l’aviation et le transport maritime depuis 2024.

Il importe, en outre, que les politiques de tarification du carbone soient suffisamment crédibles sur le long terme. Si les agents économiques anticipent une moindre hausse du prix du carbone qu’annoncée, ils risquent de ne pas réaliser les investissements de transition nécessaires.

Mais même si les investissements verts deviennent rentables grâce au renchérissement du prix du carbone, ils peuvent encore se heurter à la faible capacité de financement des ménages modestes et de certaines entreprises. La révolte des Gilets jaunes a montré la faible acceptabilité sociale de la fiscalité carbone, qui pénalise davantage les agents économiques déjà contraints

financièrement. France Stratégie a ainsi évalué que, pour l'achat d'un véhicule électrique neuf, la quasi-totalité des ménages français devaient recourir à l'endettement et que seuls les ménages des 8^e, 9^e et 10^e déciles seraient assez solvables pour en supporter le coût. Concernant la rénovation des passoires thermiques, même en tenant compte des subventions, elle devrait être financée par l'endettement par huit ménages sur dix, avec des mensualités qui représenteraient 10 % de leur revenu disponible.

Si les objectifs européens en matière de décarbonation ne sont pas partagés au niveau mondial, la tarification du carbone et les contraintes réglementaires au sein de l'Union risquent par ailleurs de peser sur la compétitivité des entreprises européennes à court terme. Lors de son audition, la Fédération bancaire française a ainsi souligné le risque de **fuite de carbone** vers les États-Unis, les entreprises aux activités carbonées cherchant à s'implanter dans des zones où la réglementation est plus clément.

3. Des financements publics eux-mêmes contraints par la consolidation budgétaire

Compte tenu des limites liées à la solvabilité des ménages et des entreprises, la tarification du carbone et la réglementation ne sauront suffire pour accompagner la décarbonation de l'économie. Les finances publiques devront être mobilisées à la fois pour soutenir l'investissement des agents privés par le biais de subventions, pour accompagner la transition, notamment par des dispositifs de formation professionnelle et de reconversion, et pour assurer la décarbonation des administrations publiques.

L'Union européenne a déjà déployé des moyens financiers importants, par le biais de plusieurs plans d'investissement communautaires pour la décarbonation. Le cadre financier pluriannuel 2021-2027 prévoit que 30 % des dépenses du budget de l'Union européenne contribuent à la lutte contre le réchauffement climatique. S'y ajoute le plan *Next Generation EU*, adopté à la suite de la crise sanitaire pour soutenir les efforts de relance des États membres tout en favorisant l'investissement dans la transition écologique et numérique. Son principal instrument, la Facilité pour la reprise et la résilience, doté de 672,5 Md€, doit ainsi vérifier un objectif climatique de 37 %. Le plan REPower EU de 2022 prévoit jusqu'à 20 Md€ supplémentaires pour favoriser l'indépendance énergétique des États membres. L'Union européenne a également mis en place un instrument spécifique pour soutenir les territoires les plus dépendants aux énergies fossiles qui risquent d'être fragilisés par la transition écologique, le Fonds de transition juste, doté de 17,5 Md€. Un fonds pour l'innovation, doté de 40 Md€ entre 2020 et 2030, doit soutenir le déploiement de technologies bas-carbone.

L'Union européenne peut également s'appuyer sur le rôle moteur de la Banque européenne d'investissement, qui s'est affirmée comme véritable « banque du climat ». Depuis l'adoption de son Plan climat en 2020, la part de projets environnementaux dans ses investissements totaux est passée de moins de

40 % en 2020 à plus de 60 % en 2024, avec 31 Md€ de financements verts. Depuis le lancement de la première obligation verte en 2007, la BEI a émis plus de 100 Md€ d'obligations vertes et durables. Elle accorde également des prêts aux banques publiques nationales avec un fléchage de l'utilisation de la ressource sur les énergies renouvelables.

Ces financements viennent renforcer les investissements portés par les États membres. En France, plus de 40 Md€ des dépenses du budget de l'État étaient favorables à l'environnement en 2024. Près de 8 Md€ d'aides ont été accordées pour soutenir l'investissement des ménages dans les secteurs du transport et la rénovation thermique des bâtiments. Ces dépenses ont pu être adossées à des émissions d'OAT vertes, qui représentaient un encours total de 77 Md€ en mars 2025, faisant de la France l'un des principaux émetteurs ⁽¹⁾. En parallèle, Bpifrance a soutenu le financement de la transition par l'octroi de prêts verts aux TPE, PME et ETI, la garantie à 80 % des prêts verts accordés par les banques aux entreprises, et plusieurs dispositifs d'accompagnement et de partage d'expertise.

Les efforts demeurent cependant là aussi très insuffisants pour atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. Le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz évalue que le supplément de dépenses publiques induit par la transition climatique devrait être compris entre 25 et 34 Md€ par an en France. Pour les seuls secteurs des transports et de la rénovation des bâtiments, il faudrait 18,7 Md€ de subventions en moyenne par an entre 2024 et 2030 pour rendre rentable les investissements des ménages et des entreprises, selon une étude récente de France Stratégie ⁽²⁾. Dans le projet de loi de finances pour l'année 2024, les financements prévus en la matière étaient de seulement 7,9 Md€.

En parallèle, les finances publiques seront exposées à des pertes de recettes importantes. Le produit des accises sur les énergies fossiles, qui représentaient encore 35 Md€ en 2021, devrait diminuer au fur et à mesure de la réduction des émissions. Le ralentissement de la croissance potentielle qui résultera de la réorientation de l'investissement vers l'efficacité énergétique pourra accroître les pertes de recettes sociales et fiscales. Cette baisse sera en partie compensée par le renforcement du marché carbone ETS 1 et la mise en place d'ETS 2, dont les rendements pourraient atteindre entre 10 et 15 Md€ en 2030 ⁽³⁾.

Au total, Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz mesurent un **risque pour la dette publique française à l'horizon 2040 aux alentours de 25 points de PIB**, dont 13 points au titre du cumul des dépenses de transition prises en charge par la puissance publique nettes des recettes tirées des enchères de quota carbone, et environ 8 points au titre de la perte de recettes induite par le ralentissement de la croissance potentielle.

(1) Contribution écrite de l'Agence France Trésor.

(2) François Belle-Larant, Grégory Claeys, et Alain Durré, « Investissements bas-carbone : comment les rendre rentables ? », France Stratégie, octobre 2024.

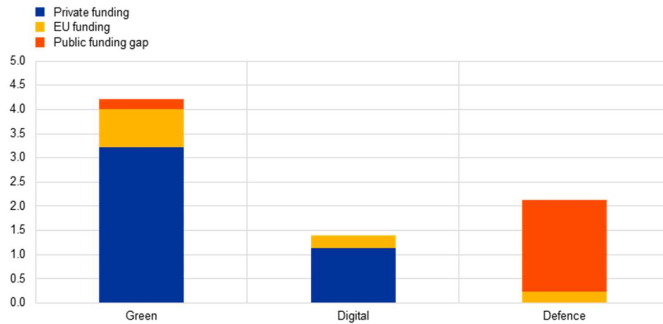
(3) Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz, Rapport sur les incidences économiques de l'action pour le climat, mai 2023.

Or, la situation des finances publiques compromet la capacité de la France à poursuivre le financement de la transition écologique à la hauteur des besoins. La dette française, qui atteignait 115 % du PIB au deuxième trimestre 2025, devrait induire une charge d'intérêts de 59,3 Md€ en 2026 du fait de la remontée des taux d'emprunt. L'effort de redressement des finances publiques a été en partie porté en 2025 par la réduction des crédits des missions du budget de l'État consacrés à la transition écologique. Après une suspension temporaire du dispositif MaPrimeRénov' de juin à septembre 2026, le dispositif a été resserré de façon pérenne. L'aide à l'électrification des véhicules a également été réduite de 1,8 Md€ en 2024 à 700 M€ en 2025, quand le Fonds vert était divisé par deux, de 2,5 Md€ à 1,15 Md€. L'État a également supprimé la bonification qu'il accordait aux prêts verts de Bpifrance, malgré son rôle déterminant pour rendre rentables certains projets de transition.

Ces contraintes budgétaires ne sont pas spécifiques à la France, un nombre important d'États membres n'ayant plus que des marges de manœuvre limitées pour accompagner la transition. En plus des transitions écologique et numérique, les pays européens sont désormais confrontés à d'importants besoins de financement pour assurer leur sécurité stratégique, avec l'objectif fixé par les membres de l'OTAN de porter leurs dépenses de défense 5 % du PIB à l'horizon 2035. Les besoins de financements publics pour la transition écologique, la transition numérique et la défense seraient au total de 510 Md€ supplémentaires par an au niveau de l'Union européenne. Pour y faire face, les États membres disposent certes de plusieurs leviers. Certains peuvent s'endetter davantage, en utilisant l'espace budgétaire encore disponible, en recourant à la clause dérogatoire du Pacte de stabilité et de croissance pour les dépenses de défense, ou en prolongeant de cinq à sept ans la trajectoire de redressement des finances publiques. Ils peuvent également renforcer l'efficacité de la dépense publique et sa complémentarité avec les financements privés en menant à bien l'Union de l'épargne et de l'investissement ou en réformant le budget européen. Mais même en employant toutes les marges disponibles dans le cadre de gouvernance budgétaire actuel, il restera un déficit de financement public de plus de 100 Md€ par an estime la Banque centrale européenne ⁽¹⁾.

(1) Othman Bouabdallah et al., « Il est temps d'être stratégique : comment l'argent public pourrait soutenir les transitions vertes, numérique et de défense en Europe », Banque centrale européenne, 25 juillet 2025.

ESTIMATIONS DES BESOINS DE DÉPENSES STRATÉGIQUES ANNUELLES POUR LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE, LA TRANSITION NUMÉRIQUE ET LA DÉFENSE AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE



Source : BCE, 2025.

Le budget de l'Union européenne est lui-même confronté à des pressions croissantes qui limiteront son ambition écologique. Si le projet de cadre financier pluriannuel soumis par la Commission le 16 juillet 2025 prévoit près de 2 000 Md€ sur la période 2028-2034, dont 35 % fléchés vers le climat et l'environnement, soit 700 Md€, ces dépenses seront grevées par le remboursement des emprunts contractés dans le cadre de *Next Generation EU*, qui représentera 25 Md€ par an à compter de 2028. En l'absence de nouvelles ressources propres, l'augmentation du budget européen devrait se traduire par un ressaut des contributions nationales, que peu d'États membres sont disposés à accepter.

B. LA PRODUCTION D'INFORMATIONS ENVIRONNEMENTALES ROBUSTES ET FIABLES, CONDITION INDISPENSABLE DU VERDISSEMENT DU SYSTÈME FINANCIER ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1. L'Union européenne a instauré des exigences de transparence renforcées en matière de durabilité pour garantir l'intégration des risques climatiques et la réallocation des capitaux vers la transition**

La transparence de l'information en matière climatique constitue un élément clé du verdissement du système financier. Pour que les marchés soient en mesure d'allouer les capitaux vers la transition écologique, il est en effet crucial qu'ils puissent disposer des données nécessaires à l'analyse et à l'intégration des risques climatiques.

- a. Des informations en matière de durabilité incomplètes et peu transparentes, entravant l'orientation des capitaux vers les investissements de transition***

L'information en matière environnementale pâtit d'importantes limites techniques : l'absence d'un cadre harmonisé, l'éclatement des acteurs, et les

difficultés techniques et méthodologiques ne permettent pas d'éviter les pratiques d'écoblanchiment. Une étude de Marc Kathan et al. démontre ainsi qu'il n'y a pas de corrélation entre le score ESG et la véritable performance environnementale des entreprises ⁽¹⁾. Dans le même sens, Pauline Lam et Jeffrey Wurgler ont montré que 98 % des obligations vertes américaines n'avaient pas généré de bénéfice environnemental supplémentaire ⁽²⁾.

Les données et indicateurs disponibles sont lacunaires. Le manque est particulièrement patent sur la question de l'adaptation au changement climatique. Alors que la plupart des entreprises ont mis en place des stratégies de réduction de leurs émissions pour atténuer le changement climatique, elles prennent peu en compte les enjeux d'adaptation. Elles ne disposent pas encore des cadres d'analyse adéquats pour anticiper et limiter les impacts du réchauffement sur leur activité, notamment les fortes chaleurs ou les inondations, en renforçant leur résilience. La Cour des comptes relevait ainsi, en 2024, que seule une entité financière – le Groupe Caisse des dépôts et consignations – avait adopté un plan d'adaptation, qui ne comportait cependant ni calendrier ni indicateurs précis. Pour mieux accompagner les entreprises, Bpifrance a mis en place un outil de diagnostic, subventionné par l'ADEME, pour identifier leurs principales vulnérabilités face aux aléas climatiques.

Lors de son audition par les rapporteurs, **la Commission européenne a annoncé la publication à la fin de l'année 2025 d'un rapport dédié au financement de l'adaptation**, qui alimentera le plan de l'Union européenne pour l'adaptation qui devrait être présenté en 2026.

Recommandation n° 3 : soutenir l'adoption d'un plan européen pour le financement de l'adaptation au changement climatique, fondé sur une évaluation approfondie des besoins d'investissement pour augmenter la résilience de l'économie face aux chocs climatiques.

Par ailleurs, il demeure difficile d'évaluer et de suivre la trajectoire de transition d'une entreprise, ce qui conduit à concentrer les financements sur les activités déjà propres, au lieu d'accompagner le verdissement des activités brunes. Bpifrance relève ainsi que la transformation des secteurs les plus carbonés demeure peu accompagnée. Cela suppose que les entreprises soient en mesure d'élaborer un plan de transition mesurable et d'en assurer le suivi. L'AFG a signalé des travaux conduits avec l'Institut de la finance durable pour établir des critères d'analyse communs des plans de transition pour faciliter le travail des analystes extra-financiers.

(1) Manuel C. Kathan, Sebastian Utz, Gregor Dorfleitner, Jens Eckberg, Lea Chmel, « La notation ESG et les risques d'écoblanchiment », mars 2025.

(2) Pauline Lam, Jeffrey Wurgler, « Les obligations vertes : nouveau label, même projets », octobre 2024.

Même lorsqu'ils existent, les indicateurs ne sont pas exempts de défauts méthodologiques. La Cour des comptes regrette le défaut d'harmonisation sur la définition des catégories « vertes » ou « durables » mises en avant par les institutions financières, la grande diversité des indicateurs utilisés, et l'opacité des méthodes de calcul employées, rendant difficiles les comparaisons ⁽¹⁾.

Faute de définir explicitement ce qui pouvait être considéré comme « durable », le règlement européen SFDR a pu favoriser l'écoblanchiment. L'Autorité des marchés financiers relève que les catégories « article 9 – investissement durable » et « article 8 – caractéristiques ESG », qui devaient seulement fixer un régime de publication d'informations, ont été utilisées par les acteurs de marché comme des labels, entretenant la confusion parmi les investisseurs. Ainsi, Novéthic a estimé que sur 195 fonds classifiés « article 9 » représentant un encours de 72 Md€, seule une vingtaine s'engageait à une part minimum d'investissement durable ⁽²⁾. La Commission européenne s'est saisie du problème dans la proposition de révision de la réglementation SFDR présentée le 20 novembre 2025. Les produits financiers seront désormais répartis en trois catégories – durables, transition, et ESG –, avec un seuil de contribution minimum aux objectifs allégués de 70 % et, pour les deux premières, un critère d'exclusion des entreprises développant de nouveaux projets d'énergies fossiles.

Recommandation n° 4 : réviser le règlement SFDR afin d'assurer que les produits catégorisés comme durables ou ESG respectent des seuils minimaux de durabilité et de renforcer leur cohérence avec la taxonomie européenne, dans l'objectif de prévenir les risques d'écoblanchiment.

Ces problèmes méthodologiques se trouvent encore amplifiés par la forte dépendance à des sociétés étrangères en matière de production d'indicateurs ESG. Faute de pouvoir accéder à des données extra-financières émanant directement des entreprises, les gestionnaires d'actifs sont contraints de recourir à des prestataires externes qui fournissent des données et des indices permettant d'évaluer l'impact environnemental des entreprises. Or, comme l'écrit l'AFG, « la plupart des fournisseurs d'indices et de données ESG sont non européens, non régulés, non transparents sur la méthodologie employée et organisés en oligopole ». De fait, si la France comptait par le passé plusieurs acteurs dans la production de données extra-financières, beaucoup ont été rachetées par des sociétés anglo-saxonnes. L'exemple de Vigeo est emblématique : cette agence de notation extra-financière franco-britannique, spécialiste de la responsabilité sociétale des entreprises, a été acquise en 2019 par Moody's qui a mis fin à ses activités ESG en 2024. L'AFG doit désormais se tourner vers des prestataires le plus souvent étrangers.

(1) Cour des comptes, rapport public annuel, « Accompanyer l'adaptation de l'économie au changement climatique : le rôle des institutions financières et bancaires », 2024.

(2) Novéthic, « SFDR : les débuts poussifs du marché des fonds « article 9 » », 2022.

Cette dépendance entraîne des surcoûts importants pour les institutions financières tout en biaisant l'allocation des financements avec un risque d'écoblanchiment. Les acteurs américains n'ont souvent pas la même sensibilité aux enjeux environnementaux, ni la même vision de ce qu'est la durabilité. Les indicateurs ESG forgés par les sociétés américaines sont biaisés par une surpondération du facteur « gouvernance », qui favorise les entreprises américaines, moins ambitieuses sur le plan environnemental que leurs concurrentes européennes. Cette situation constitue une réelle vulnérabilité stratégique : si les prestataires américains décidaient de ne plus proposer de service ESG, ou de modifier de façon significative leurs standards de durabilité, les gestionnaires d'actifs européens se trouveraient aveugles et ne pourraient plus allouer les capitaux selon les objectifs de l'Union.

Outre la nécessité de garantir la qualité des données collectées, se pose la question de leur combinaison qui est laissée à l'initiative du secteur privé, ce qui pourrait favoriser les comportements d'arbitrage dans la constitution des labels et notes, au détriment de la matérialité environnementale.

b. La directive CSRD, pierre angulaire de la transparence financière en matière de durabilité

L'Union européenne a adopté des législations ambitieuses sur la publication d'informations environnementales par les entreprises pour permettre aux acteurs financiers de disposer de l'ensemble des informations nécessaires pour pleinement prendre en compte l'incidence du réchauffement climatique dans leurs décisions d'investissement.

Le Parlement et le Conseil sont cependant parvenus à un accord en décembre 2025 pour réduire considérablement ces exigences par l'adoption d'une directive Omnibus de simplification.

La directive CSRD (*Corporate sustainability reporting directive*) du 14 décembre 2022 vise ainsi à renforcer les obligations de *reporting* des entreprises sur leur responsabilité environnementale, sociale et de gouvernance (ESG), en remédiant aux limites de la directive NFRD (*Non-financial reporting directive*) qui avait été adoptée dès 2014.

La directive CSRD marque plusieurs évolutions majeures afin d'enrichir les informations disponibles et garantir leur fiabilité et leur accessibilité. Elle applique un **principe de double matérialité**, en vertu duquel les entreprises doivent rendre compte aussi bien de leur impact sur l'environnement et la société que de l'incidence de ces derniers sur ses performances financières. Le *reporting* sera standardisé par l'application de normes européennes harmonisées, dites « ESRS », et publié dans un format électronique imposé – il devrait à terme être disponible sur le point d'accès unique européen (*European Single Access Point – ESAP*). Les informations publiées seront certifiées par un commissaire aux comptes ou, si les États prévoient une telle option, par un organisme tiers indépendant accrédité, qui sera soumis à des exigences harmonisées au niveau européen.

Le champ des entreprises concernées a été également élargi. Alors que la directive NFRD concernait seulement les entreprises de plus de 500 salariés, la directive CSRD s'applique à toutes les entreprises cotées, à l'exception des micro-entreprises, à toutes les grandes entreprises (qui comptent plus de 250 salariés et soit un chiffre d'affaires supérieur à 40 M€, soit un total de bilan supérieur à 20 M€), et certaines grandes entreprises de pays tiers ayant un ancrage européen significatif. Au total, la CSRD devait ainsi s'appliquer à plus de 50 000 entreprises, contre seulement 11 700 pour la NFRD. Il était prévu que l'application soit progressive, afin de permettre aux entreprises de s'y adapter graduellement : en 2025, seules les grandes entreprises déjà soumises à la NFRD seraient concernées ; en 2026, toutes les grandes entreprises européennes et non européennes ; et en 2027, les PME cotées.

En parallèle, la **directive sur le devoir de vigilance en matière de durabilité, adoptée le 24 avril 2024**, prévoit que les entreprises de plus de 1 000 salariés qui réalisent un chiffre d'affaires net de 450 M€ devront identifier, prévenir et atténuer les risques environnementaux et sociaux au long de leur chaîne d'approvisionnement. Elle leur impose également d'« *adopter et de mettre en œuvre un **plan de transition** pour l'atténuation du changement climatique qui vise à garantir, en déployant tous les efforts possibles, la compatibilité du modèle économique et de la stratégie économique de l'entreprise avec la transition vers une économie durable et avec la limitation du réchauffement climatique à 1,5 C conformément à l'accord de Paris.* »

Comme ils l'ont affirmé aux rapporteurs, **les gestionnaires d'actifs ont accueilli favorablement la directive CSRD** qui doit leur permettre d'accéder directement à des données brutes, standardisées et auditées, sans avoir à passer par un prestataire extérieur, pour mesurer correctement les impacts du changement climatique et de la transition sur les portefeuilles d'actifs.

La Banque centrale européenne a également salué une initiative qui « renforcerait considérablement la capacité de l'Eurosystème à surveiller et évaluer l'incidence du changement climatique sur la transmission de la politique monétaire, à traiter les risques financiers liés au climat, et à assurer une protection adéquate du bilan de l'Eurosystème contre ces risques ⁽¹⁾ ».

La Banque de France a notamment souligné l'intérêt d'avoir accès aux plans de transition des entreprises afin de disposer d'informations prospectives plutôt que de mesurer l'impact climatique d'une entreprise sur ses performances passées.

(1) Avis de la Banque centrale européenne du 7 septembre 2021 sur la proposition de directive CSRD.

2. La révision de la directive CSRD au défi d'assurer un juste équilibre entre préservation de la compétitivité des entreprises et accompagnement de la transition

a. Un coût opérationnel et une charge administrative élevés pour les entreprises, motivant une large révision dans un objectif de simplification

La mise en œuvre de la directive CSRD représente des coûts opérationnels conséquents pour les entreprises, en particulier pour les PME et les entreprises de taille intermédiaire, qui pèsent sur leur compétitivité à l'international. Le coût moyen lié à la mise en place de la directive pourrait représenter entre 40 000 € et 320 000 € par entreprise, quand le coût annuel d'audit pourrait représenter entre 67 000 € et 540 000 €. Au niveau macro-économique, l'application de la directive au sein de l'Union a été chiffrée à 1,2 Md€ non récurrents pour l'installation et 3,6 Md€ de coûts récurrents annuels ⁽¹⁾.

L'application des nouvelles obligations d'information a également soulevé d'importantes difficultés pratiques. L'Association française des entreprises privées (Afepe) a notamment fait état de difficultés d'interprétation, de l'indisponibilité de certaines données qui ont nécessité de faire des estimations, de problèmes méthodologiques, ainsi que du manque de formation et de l'absence d'un standard européen sur les diligences d'audit qui a conduit certains auditeurs à mener des vérifications plus approfondies que nécessaire.

La quantité d'informations exigée est apparue très excessive au regard des besoins, avec environ 1 200 points de données à renseigner par les entreprises, notamment qualitatifs, qui n'étaient pour une large partie pas directement mobilisables dans l'analyse des risques climatiques. L'ensemble des acteurs auditionnés, aussi bien publics que privés, ont insisté sur les possibilités de simplifier drastiquement les données demandées sans perte de substance.

Pour ces raisons, **plusieurs États membres n'ont toujours pas transposé la directive CSRD, alors que le délai imparti a expiré en juillet 2024.** C'est le cas de l'Allemagne, de l'Espagne, des Pays-Bas, du Luxembourg, de l'Estonie, de la Suisse, de Chypre, de la Grèce et du Portugal. Il en résulte une situation de concurrence déloyale pour les entreprises françaises qui se sont acquittées de la publication d'un rapport de durabilité, quand les autres entreprises en Europe n'étaient pas soumises aux mêmes règles, ainsi que l'a souligné l'Afepe.

La Commission a présenté, dans une communication du 11 février 2025, un **programme de simplification transversal pour rationaliser et réduire les règles qui pèsent sur les entreprises européennes**, avec l'objectif de réduire la charge administrative d'au moins 25 % pour toutes les entreprises et de 35 % pour les PME d'ici la fin de son mandat. La révision de la directive CSRD et de la directive Devoir de vigilance a constitué la première étape de ce programme. La Commission a présenté à cette fin une **proposition de directive « Omnibus »** le

(1) Cour des comptes, Rapport annuel de 2024.

26 février 2025 avec l'objectif de garantir *« un meilleur alignement des exigences sur les besoins des investisseurs, des délais proportionnés, des indicateurs financiers qui ne découragent pas les investissements dans les petites entreprises en transition et des obligations proportionnées à l'ampleur des activités des différentes entreprises »*.

La Commission a proposé de réduire de 80 % environ le nombre d'entreprises auxquelles s'appliquerait la directive CSRD. Celle-ci ne s'imposerait plus qu'aux entreprises de plus de 1 000 salariés et réalisant un chiffre d'affaires net supérieur à 50 millions d'euros ou dont le bilan est supérieur à 25 M€. Les entreprises hors champ pourront néanmoins appliquer des exigences de publication d'informations simplifiées de façon volontaire. Il est aussi proposé de renforcer le plafond de la chaîne de valeur, afin de réduire les effets en cascade d'obligations d'informations sur les petites entreprises en amont. La Commission a prévu d'adopter un acte délégué en vue de simplifier rationaliser la première série des ESRS, en supprimant les points de données les moins importants.

S'agissant de la directive sur le devoir de vigilance, la Commission a proposé de supprimer l'obligation faite aux entreprises de mettre en œuvre leur plan de transition pour l'atténuation du changement climatique. À la place, les entreprises devront seulement préciser au sein de leur plan de transition *« les actions prises ou prévues pour le mettre en œuvre »*.

La Commission a accompagné ces initiatives d'une proposition législative distincte afin de reporter de deux ans l'application des obligations de publication d'informations pour les grandes entreprises et les PME cotées, et de reporter d'un an le délai de transposition, jusqu'au 26 juillet 2027, ainsi que la date de la première vague d'application des règles relatives au devoir de vigilance en matière de durabilité, désormais le 26 juillet 2028.

La Commission estime que **les économies de coûts annuelles totales résultant des modifications du champ d'application de la CSRD et des modifications futures des ESRS pourraient s'élever à environ 4,4 Md€.** À ces économies récurrentes s'ajouteraient des économies ponctuelles de coûts liées à la mise en place de processus de publication d'informations et d'assurance qui seraient évités pour les entreprises exemptées, s'élevant à environ 1,6 Md€ en ce qui concerne les modifications apportées à la CSRD et aux ESRS et à 0,9 Md€ en ce qui concerne la taxonomie.

Le Conseil a adopté une position qui va encore plus loin dans la simplification. Il envisage de rehausser le seuil d'application de la directive CSRD à un chiffre d'affaires de 450 millions d'euros, contre 50 M€ dans la proposition de la Commission. Le champ d'application du devoir de vigilance serait également restreint, pour ne plus concerner que les entreprises de plus de 5 000 salariés et réalisant plus de 1,5 Md€ de chiffre d'affaires annuel. Il propose, enfin, une profonde refonte des dispositions relatives au plan de transition : il n'engagerait plus les entreprises à *« déployer tous les efforts possibles »* pour atteindre les objectifs

climatiques, mais seulement des « efforts raisonnables », et ne leur imposerait plus d'assurer la « compatibilité de leur modèle économique » avec la limitation du réchauffement climatique à 1,5 °C, mais seulement sa « contribution » ; l'obligation d'adopter de tels plans serait d'ailleurs reportée de deux ans, à 2031.

b. Le risque d'une perte substantielle d'informations qui compromette le verdissement de la politique monétaire et du système financier

Tout en reconnaissant la nécessité de rationaliser et d'alléger les obligations qui pèsent sur les entreprises, la Banque centrale européenne a mis en garde contre les risques pour la stabilité financière et la conduite de la politique monétaire qu'engendrerait le manque d'informations en matière de durabilité. La BCE a rendu un avis de sa propre initiative, comme l'y autorise l'article 127 du TFUE dans les domaines qui relèvent de sa compétence. Elle émet à cet égard des inquiétudes sur plusieurs points.

- **La réduction de 80 % du nombre d'entreprises concernées par la directive CSRD limiterait considérablement la quantité d'informations disponibles**, et masquerait en conséquence les risques financiers liés au climat tout en compromettant la capacité de l'Union à atteindre ses objectifs climatiques. Si la restriction du champ d'application était entérinée, un établissement de crédit important sur huit et la grande majorité des établissements moins importants ne seraient plus soumis à des obligations de publication d'informations en matière de durabilité, ce qui complexifiera leur surveillance par les autorités prudentielles.
- **Le régime de participation volontaire induit un biais d'auto-sélection** – seules les entreprises performantes sur le plan climatique seront enclines à publier des informations –, **et un risque d'éco-blanchiment** dans la mesure où les entreprises pourront sélectionner quelles informations elles divulguent et que ces dernières ne feront l'objet d'aucune forme de vérification.
- S'agissant de la rationalisation des normes ESRS, **la BCE recommande que la plupart des points de données concernant le changement climatique soient conservés**, en raison de leur importance pour évaluer les risques physiques et de transition dans le cadre de la surveillance prudentielle et la politique monétaire. Elle est également défavorable à la suppression de l'habilitation de la Commission à adopter des **normes sectorielles** par voie d'actes délégués, en ce que ces normes sont essentielles pour que les institutions financières et les autorités puissent comparer les entreprises d'un même secteur sur une base harmonisée.
- Enfin, la suppression de l'obligation faite aux entreprises de mettre en œuvre le plan de transition qu'elles doivent adopter augmenterait le

risque d'éco-blanchiment et réduirait l'utilité de ces plans pour les investisseurs et les autorités de surveillance.

La Banque de France craint que ce soit également une **perte d'opportunité pour l'élaboration de l'indicateur climat**, qui a vocation à évaluer l'engagement des entreprises vers la transition bas-carbone. Si seuls 10 % des points de données sont utiles à son calcul, elles représentent à elles seules plus de 80 % des données nécessaires.

Bpifrance note que **la restriction du champ « pourrait être pénalisante pour les entreprises exclues**, car les parties prenantes financières pourraient être tentées de privilégier le financement des entreprises dont elles peuvent tracer la durabilité pour atteindre leurs propres objectifs ».

L'AFG a également relevé que le projet de directive Omnibus *« risque de rendre plus difficile la prise en compte des enjeux de durabilité par les gestionnaires d'actifs »*. S'ils n'ont pas accès à des données standardisées et comparables, elle s'inquiète qu'ils puissent *« retomber dans une forte dépendance aux prestataires de données américains, qui n'ont pas la même sensibilité pour les enjeux environnementaux, pas la même vision de ce qu'est la durabilité »*.

Au regard des enjeux de financement de la transition et de stabilité financière, **il semblerait ainsi plus pertinent d'alléger les obligations de publication, en particulier pour les PME et les ETI, plutôt que de restreindre le champ d'application de la directive CSRD**. La Banque de France, comme la Banque centrale européenne, reconnaissent la **nécessité que les informations demandées soient réduites pour ne garder que celles qui sont essentielles à une analyse quantitative solide**. De même, l'AFG insiste pour que la simplification vise à embarquer le plus d'entreprises possible autour d'un petit nombre d'indicateurs véritablement indispensables. Elle se dit favorable à *« une réduction drastique, de l'ordre de 90 % du nombre des indicateurs »*, en considérant que *« les 150 indicateurs clefs qui seraient retenus pourraient même être réduits à une cinquantaine pour les entreprises de moins de 1 000 salariés »*.

La Caisse des Dépôts et Bpifrance ont proposé de maintenir dans le champ d'application les entreprises comptant plus de 500 employés, et de permettre un *reporting* volontaire sur une norme allégée pour les autres entreprises.

La nécessité de garantir un juste équilibre entre orientation des flux financiers vers la transition et préservation de la compétitivité des entreprises a conduit la France à soutenir des obligations de transparence proportionnées. Les autorités françaises étaient ainsi favorables, en amont de la préparation du paquet d'omnibus, à l'introduction d'une norme allégée pour les entreprises de taille intermédiaire en lieu et place d'un rehaussement du seuil d'application, comme l'a confirmé aux rapporteurs la Direction générale du Trésor.

Le Parlement et le Conseil sont cependant parvenus à un accord en décembre 2025, entérinant la restriction de 80 % du champ des entreprises concernées et la suppression de l'obligation de mettre en œuvre un plan de

transition. La directive Omnibus a été adoptée par le Parlement européen le 16 décembre 2025 et doit être formellement approuvée par le Conseil.

Recommandation n° 5 : dans le cadre de la révision de la directive CSRD et de la directive sur le devoir de vigilance en matière de durabilité, privilégier la diminution de la quantité d'informations extra-financières demandées plutôt qu'une restriction du champ des entreprises concernées. Rétablir l'obligation de mise en œuvre du plan de transition pour permettre l'utilisation de ces derniers dans l'évaluation de la trajectoire de transition des entreprises et faciliter le financement des activités de transition.

Compte tenu du coût important pour les entreprises et des enjeux stratégiques attachés à la bonne identification des projets verts, l'économiste Cédric Durand préconise pour sa part de **mettre en place une capacité publique administrative à même de garantir la qualité et la fiabilité de l'information écologique** transmise et de développer les modalités de sa consolidation au niveau macro afin d'évaluer le rapport entre l'information micro-écologique transmise et l'impact effectif sur la nature. **La rapporteure Danièle Obono soutient une telle préconisation.**

II. DANS CE CONTEXTE, LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE POURRAIT RENFORCER SON ACTION POUR SOUTENIR LE FINANCEMENT DE LA TRANSITION

Face à la prise en compte toujours limitée des risques climatiques par les acteurs financiers, et l'insuffisance des financements privés dans la transition faute d'une rentabilité suffisante, il pourrait être envisagé de renforcer l'action climatique de la Banque centrale européenne pour corriger les défaillances de marché et accompagner la réallocation des capitaux vers une transition bas carbone. Certains chercheurs plaident ainsi pour que la Banque centrale européenne contribue à l'atténuation du réchauffement climatique en favorisant une baisse du coût du financement des projets verts par ses outils conventionnels, ou en allant jusqu'à monétiser les dépenses publiques nécessaires à la transition écologique.

A. LA CONTRIBUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE À LA TRANSITION ÉCOLOGIQUE NE PEUT QU'ÊTRE LIMITÉE ET COMPLÉMENTAIRE À D'AUTRES POLITIQUES PUBLIQUES

1. Une contribution secondaire de la politique monétaire par rapport à d'autres politiques publiques

Il convient de rappeler que, même si les banques centrales peuvent contribuer à la lutte contre le réchauffement climatique, ce sont avant tout les États membres et l'Union européenne qui en sont responsables. L'intervention de la

Banque centrale européenne ne serait en effet ni la plus légitime, ni la plus efficace sur le plan climatique.

La Banque centrale européenne étant une institution indépendante et technique, elle ne dispose ni des moyens ni de la légitimité nécessaires pour décider de soutenir une certaine politique publique. L'ancien gouverneur de la BCE, Benoît Coeuré, auditionné en 2019 par la commission des finances, mettait ainsi en garde contre le risque de politisation de la BCE sans contrôle démocratique adéquat : *« Plus vous demandez à la BCE de faire de choses différentes, plus vous politisez la BCE. (...) Parce que la BCE a ce pouvoir toujours assez fascinant de créer de la monnaie, on nous demande de faire des tas de choses. Plus vous nous demandez de faire des choses et plus il sera difficile pour nous de le faire, parce que nous devons établir des priorités entre des objectifs différents et pouvoir en rendre compte aux citoyens. Or établir des priorités entre des objectifs différents correspond à la définition de la politique. Vous le faites tous et cela est fait par des gouvernements qui sont responsables devant des parlements. »* La BCE n'est pas davantage en mesure de réaliser les arbitrages internes à la politique climatique, en qualifiant ce qui est vert et ce qui ne l'est pas, ou en décidant comment la transition doit être menée.

L'incidence de la politique monétaire sur le changement climatique et le rythme de la transition apparaît également très limitée relativement à d'autres politiques publiques. Comme l'observe le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz, *« la politique monétaire est un outil très indirect d'action climatique, qui vient loin derrière la fiscalité, la réglementation et les subventions dans la hiérarchie des instruments »*. La Banque de France note également qu'une intervention au plus près du projet, par une tarification du carbone ou l'octroi de subventions, aurait un impact plus important et mieux ciblé qu'une intervention indirecte via une modulation des taux d'intérêt. À titre d'illustration, Christian Gollier suggère qu'il faudrait réussir à initier un différentiel de taux d'intérêt total de plusieurs centaines de points de base pour reproduire l'effet d'un prix du carbone nécessaire à la réalisation de la transition ⁽¹⁾. La Banque de France juge qu'une telle différence est trop importante pour être mise en œuvre de manière robuste et efficace, sans risquer d'être arbitrée ou détournée.

Selon la Banque de France, l'allocation des investissements entre les différents secteurs de l'économie relèverait bien plus des banques publiques nationales ou de la Banque européenne d'investissement, que des banques centrales.

Les représentants de la BCE craignent qu'une focalisation excessive sur l'incidence climatique de la politique monétaire soit une manière de déresponsabiliser les gouvernements qui ont la charge de la transition. Contre l'idée que la remontée des taux pénaliserait le financement de la transition, Isabel Schnabel a ainsi objecté qu'il était de la responsabilité des États membres de ne pas avoir profité des taux d'intérêt bas pour accélérer les investissements dans la transition, jugeant que *« le principal obstacle à une décarbonation rapide n'est pas*

(1) Christian Gollier, "The cost-efficiency carbon pricing puzzle", novembre 2024.

le coût du capital, mais plutôt le manque considérable de progrès des gouvernements dans la mise en œuvre des engagements climatiques antérieurs » ⁽¹⁾.

Toutefois, le cas des États-Unis d'Amérique montre qu'une banque centrale peut opérer efficacement avec un mandat dual, sans que cela ne compromette ni son indépendance ni sa crédibilité. Contrairement à la Banque centrale européenne, la Réserve fédérale américaine (Fed) dispose d'un mandat explicitement dual, inscrit dans la loi. Le *Federal Reserve Act* confie à la Fed deux objectifs de même rang : la stabilité des prix et le plein-emploi. Cette hiérarchisation claire, décidée par le législateur et non par la banque centrale elle-même, permet à la Fed d'arbitrer ouvertement entre ces objectifs lorsque des tensions apparaissent. Elle n'a pas à inventer ou interpréter seule ses finalités : le contenu de son mandat est défini démocratiquement par le Congrès, ce qui renforce à la fois la sécurité juridique et la légitimité démocratique de son action.

Ce cadre n'a pas empêché la Fed de préserver une indépendance opérationnelle forte. Si le Congrès fixe les objectifs, la Fed conserve une liberté totale dans le choix des instruments monétaires pour les atteindre. La séparation entre la définition des fins (politique) et la mise en œuvre des moyens (technocratique) constitue précisément le fondement de son indépendance. L'existence d'un mandat dual n'a donc pas conduit à une politisation excessive de la politique monétaire, mais a au contraire permis une plus grande transparence dans la justification des décisions de la banque centrale.

Ainsi, l'expérience des États-Unis d'Amérique suggère que la reconnaissance explicite d'objectifs multiples n'est pas incompatible avec l'indépendance d'une banque centrale. Au contraire, lorsque ces objectifs sont fixés de manière démocratique et transparente, un mandat dual peut renforcer la clarté, la responsabilité et l'efficacité de la politique monétaire.

2. Une contribution risquée si elle se fait au détriment de la bonne transmission et de la crédibilité de la politique monétaire

Comme vu précédemment, le resserrement de la politique monétaire affecte particulièrement le financement des projets verts, en raison de leur forte intensité capitalistique. Ce problème conduit certains à envisager que les banques centrales n'agissent que de façon limitée face aux hausses de prix temporaires, en prenant en compte les conséquences indirectes de leur action sur le rythme de la transition écologique.

La Banque de France et les administrations compétentes ont cependant réaffirmé que le soutien à la transition écologique ne saurait se faire au préjudice de la stabilité des prix, qui doit demeurer l'objectif premier de l'Eurosystème. La lutte contre l'inflation serait ainsi toujours justifiée, même si elle risque d'affecter les investissements dans la décarbonation par une hausse des taux d'intérêt.

(1) Isabel Schnabel, « Monetary policy tightening and the green transition », 10 janvier 2023

L'idée même d'un dilemme interne au mandat principal de la banque centrale, au cas où le resserrement monétaire augmenterait la volatilité de l'inflation à long terme en ralentissant la transition, est contestée. **La Banque centrale européenne défend, au contraire, la nécessité d'une réaction rapide de la politique monétaire face aux poussées inflationnistes au nom même de la transition écologique**, et ce pour deux raisons ⁽¹⁾. Tout d'abord, l'inflation pèse sur les décisions d'investissement en brouillant les signaux prix et en augmentant l'incertitude, ce qui compromet la réalisation de la transition écologique. Deuxièmement, les banques centrales peuvent difficilement « regarder au travers » des perturbations des prix en espérant qu'elles se résorbent d'elles-mêmes : ces dernières risquent de se propager à l'ensemble de l'économie et de s'inscrire dans la durée à raison d'un désancrage des anticipations des ménages et des entreprises. En n'agissant pas immédiatement, la Banque centrale prendrait le risque de devoir durcir la politique monétaire encore plus vigoureusement plus tard, au détriment de la croissance et de l'investissement dans la transition.

La première contribution des banques centrales à la lutte contre le réchauffement climatique consiste ainsi à assurer un environnement économique stable, qui puisse favoriser l'investissement dans la transition, comme l'a souligné Agnès Bénassy-Quéré lors de son audition. La préservation de l'efficacité et de la crédibilité de la politique monétaire paraît dès lors essentielle.

a. Un risque de perte d'efficacité de la politique monétaire

La Direction générale du Trésor a rappelé, lors de son audition, que la théorie économique invitait à **n'assigner qu'un seul objectif à un instrument donné, au risque de perdre en efficacité**.

Tout éventuel approfondissement de l'orientation climatique de la politique monétaire devrait ainsi être finement calibré en fonction des éventuelles incidences négatives sur la stabilité des prix.

C'est dans cette perspective que le Réseau pour le verdissement du système financier (*Network for Greening the Financial System – NGFS*) a analysé les différentes options de verdissement à la disposition des banques centrales au regard de quatre critères : 1) leurs conséquences sur la transmission de la politique monétaire ; 2) leur contribution à l'atténuation du changement climatique ; 3) la protection du bilan des banques centrales aux risques climatiques ; 4) et leur faisabilité opérationnelle ⁽²⁾.

(1) Isabel Schnabel, « Monetary policy tightening and the green transition », 10 janvier 2023.

(2) Réseau pour le verdissement du système financier, « Adapter les opérations des banques centrales à un monde plus chaud », mars 2021.

ÉVALUATION COMPARÉE DE DIFFÉRENTES OPTIONS DE VERDISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

	CREDIT OPERATIONS			COLLATERAL				ASSET PURCHASES	
	(1) ADJUSTING PRICING TO LENDING BENCHMARK	(2) ADJUSTING PRICING TO COLLATERAL	(3) ADJUSTING COUNTERPARTIES' ELIGIBILITY	(4) HAIRCUT ADJUSTMENT	(5) NEGATIVE SCREENING	(6) POSITIVE SCREENING	(7) ALIGNING COLLATERAL POOLS	(8) TILTING	(9) NEGATIVE SCREENING
CONSEQUENCES FOR MONETARY POLICY EFFECTIVENESS									
CONTRIBUTION TO MITIGATING CLIMATE CHANGE									
EFFECTIVENESS AS RISK PROTECTION MEASURE									
OPERATIONAL FEASIBILITY									
POTENTIAL IMPACT :	STRONGLY POSITIVE			MINIMAL				STRONGLY NEGATIVE	
	POSITIVE							NEGATIVE	

Source : NGFS, 2021.

Il en ressort que **plusieurs mesures de verdissement envisagées pourraient avoir des effets négatifs sur l'efficacité de la politique monétaire**. La mise en œuvre d'une politique de verdissement des collatéraux trop restrictive pourrait constituer un obstacle au refinancement des banques, par manque de titres verts en quantité suffisante. Le ratio d'actifs vérifiant les critères de la taxonomie verte européenne ne représente que de 0,8 % à 5,5 % du bilan des grandes banques françaises, selon la Direction générale du Trésor ⁽¹⁾. De même, cibler les programmes d'achats d'actifs sur les titres verts pourrait entraîner une perte d'efficacité. Une étude récente montre que l'intégration de critères environnementaux dans les achats d'actifs de la BCE a eu pour conséquence de diminuer la liquidité de ses portefeuilles et de réduire les marges de manœuvre de la politique monétaire en cas de crise ⁽²⁾. De tels risques ont cependant vocation à diminuer au fur et à mesure que les marchés d'obligations vertes se développeront. Pour l'instant, néanmoins, ces résultats plaident pour calibrer finement les mesures de verdissement en privilégiant les mesures de soutien plutôt que d'exclusion.

Les économistes Jézabel Couppey-Soubeyran et Wojtek Kalinowski objectent cependant aux principales conclusions du rapport que «*pointe là, sous-jacente, l'hypothèse qu'une politique monétaire plus verte est nécessairement moins efficace, sans jamais s'interroger sur le niveau d'efficacité actuel de la politique monétaire, ni sur l'hypothèse que, à l'inverse, le verdissement de la politique monétaire, en reconnectant les banques et les marchés sur les besoins de l'économie réelle, pourrait en partie remédier à ses défauts de transmission* ⁽³⁾ ».

(1) Contribution écrite de la Direction générale du Trésor.

(2) Muniz et al., février 2025.

(3) Couppey-Soubeyran et Kalinowski, «*Quand les banques centrales dessinent le champ du possible de leur action climatique* », mai 2021.

b. Un risque pour l'indépendance et la crédibilité des banques centrales

Si les risques opérationnels évoqués ci-dessus peuvent être circonscrits et atténués, d'autres options de verdissement plus radicales soulèvent des interrogations encore plus profondes. La majorité des personnes auditionnées ont ainsi pointé les écueils d'une intervention directe de la Banque centrale européenne au soutien des investissements publics dans la transition.

Prenant acte des failles des marchés financiers en matière de financement de la transition, et des faibles marges de manœuvre budgétaires des États pour compenser ces insuffisances, **certains chercheurs proposent que la Banque centrale européenne intervienne pour assurer le financement des investissements verts qui ne seront pas financés autrement en raison de leur absence de rentabilité.**

Ce soutien pourrait passer par des **programmes d'achat d'actifs fléchés vers les investissements publics dans la transition écologique**, un *quantitative easing* vert, afin de réduire le coût des emprunts publics en faveur de la décarbonation de l'économie. Jezabel Couppey-Soubeyran envisage ainsi la mise en place d'un programme spécial *Green Deal*, dont l'enveloppe serait calibrée en fonction du montant d'investissements publics prévus dans le Pacte vert, pour rassurer les investisseurs et faciliter le financement desdits investissements. Une telle option supposerait cependant une coordination préalable de la BCE, des États membres et de la Commission pour paramétrer ces programmes d'investissements et labelliser les obligations souveraines. En outre, les opérations de *quantitative easing* sont susceptibles d'avoir des effets distributifs importants, en augmentant les inégalités ou en favorisant la formation de bulles des prix des actifs, au détriment de la stabilité financière, comme l'ont montré les expériences passées.

Il est également envisagé par certains que la Banque centrale européenne octroie directement des liquidités aux États membres ou à leurs banques publiques pour réaliser les investissements verts non rentables, afin de mettre le pouvoir de création monétaire au service de la transition écologique. L'avantage d'une telle mesure serait de pouvoir financer des investissements lourds sans avoir à dégager des marges budgétaires au niveau des États membres, dans une période où les finances publiques sont sous tension dans plusieurs États membres.

Cette possibilité est pour l'instant formellement exclue par l'article 123 du TFUE, qui interdit aux banques centrales « d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit » aux institutions de l'Union, aux États membres et aux organismes publics, ainsi que « l'acquisition directe auprès d'eux des instruments de leur dette ». Ses défenseurs font cependant valoir que ce type de financement se rattache aux missions historiques des banques centrales, et que même récemment, les prêts à taux négatifs consentis par la BCE aux banques commerciales dénotent dans une certaine mesure l'existence d'une capacité de subvention monétaire. Selon Jézabel Couppey-Soubeyran, l'interdiction posée par l'article 123 du TFUE

pourrait être contournée si ces liquidités allaient non pas à l'État mais à une « *société financière à mission, gouvernée par un ensemble de parties prenantes et chargée d'allouer ces subventions* ».

Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a fermement décrié une telle « *tentation de la baguette magique* », ou « *l'illusion monétaire selon laquelle les banques centrales pourraient supporter la majeure partie de l'effort* »⁽¹⁾. Cette solution serait non seulement impossible juridiquement, mais également non souhaitable économiquement, en raison des poussées inflationnistes qu'elle pourrait susciter.

La monétisation des investissements publics de lutte contre le réchauffement climatique risquerait, tout d'abord, d'alimenter l'inflation par la création monétaire. La Direction générale retrace ainsi le mécanisme à l'œuvre : « *Le financement monétaire des dépenses publiques passe, concrètement, par des avances budgétaires accordées par la banque centrale à l'État. Ce crédit donne lieu, comme tout crédit, à une création monétaire. L'État utilise cette monnaie nouvellement créée pour financer ses dépenses, qu'elles prennent la forme de nouveaux investissements, de subventions ou de dépenses de fonctionnement (comme la masse salariale). Ces dépenses alimentent la demande agrégée et contribuent ainsi aux tensions inflationnistes, l'offre agrégée restant stable* »⁽²⁾. Les chercheurs qui y sont favorables objectent que l'effet sur l'inflation sera limité dans la mesure où les transferts directs viseraient à transformer profondément l'offre et la demande plutôt qu'à augmenter la demande.

Le financement monétaire des dépenses publiques pourrait également faire perdre à la BCE son indépendance et la crédibilité qui va de pair, et ainsi réduire l'efficacité de sa politique monétaire. La Direction générale du Trésor observe que « *le financement de l'État par la banque centrale suppose une subordination de celle-ci ou une démarche volontaire de la part de cette dernière qui, dans les deux cas, donne l'impression qu'elle n'est plus indépendante des gouvernements. Or, l'indépendance des banques centrales est au cœur de leur crédibilité : elle protège la banque centrale contre la tentation des gouvernements de recourir au financement monétaire pour financer les dépenses publiques, donc contre le biais inflationniste qui rendrait l'atteinte de la stabilité des prix plus difficile. Plus une banque centrale est crédible, plus sa politique monétaire est efficace à faible coût (c'est-à-dire qu'un faible mouvement de taux directeurs a d'importants effets macroéconomiques) car les agents intègrent dans leurs anticipations le fait que la banque centrale réussira à atteindre son objectif* ».

Enfin, si la Banque centrale européenne investit dans des projets non rentables, ses pertes se répercuteront sur ses actionnaires, c'est-à-dire les États membres, comme l'a souligné Agnès Bénassy-Quéré lors de son audition. En cela, la monétisation des investissements publics s'assimilerait en réalité à une politique budgétaire.

(1) François Villeroy de Galhau « *Quel financement de la transition, bâtir des ponts entre les besoins et les ressources* », Banque de France, 22 avril 2024.

(2) Contribution écrite de la Direction générale du Trésor.

B. LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE DISPOSE CEPENDANT DE PLUSIEURS LEVIERS POUR SOUTENIR ACTIVEMENT LA TRANSITION DANS LE CADRE DE SON MANDAT

Même une fois ces précautions posées, la Banque centrale européenne conserve des marges de manœuvre importantes pour accentuer son soutien au financement de la transition écologique, en faisant évoluer ses outils conventionnels. Certaines d'entre elles sont portées directement par des membres du directoire de la BCE.

1. Un éventuel rehaussement de la cible d'inflation

Les potentiels effets inflationnistes de la transition et du réchauffement climatique, et la nécessité concomitante de conserver des taux d'intérêt bas pour favoriser l'investissement, conduisent à interroger la pertinence de la cible d'inflation de 2 %.

Dès 2010, Olivier Blanchard a estimé qu'il serait bénéfique que le Conseil des gouverneurs relève* la cible de 2 % à 3 % pour éviter de peser sur la croissance et le marché du travail par une politique monétaire trop restrictive et donner davantage de marges de manœuvre à la banque centrale face aux fluctuations économiques. Les objectifs de décarbonation de l'économie confèrent un intérêt accru à cette idée, comme le relève le rapport Pisani-Ferry-Mahfouz. Un relèvement de la cible d'inflation prendrait en compte les variations de prix que la transition devrait entraîner à court terme, en évitant que ces pressions inflationnistes se traduisent automatiquement par une hausse des taux susceptible de pénaliser l'investissement dans les infrastructures durables.

Le relèvement de la cible à 3 % permettrait également de favoriser l'investissement, en réduisant les taux d'intérêt réels. Le coût du capital dépend en effet des taux d'intérêt réels, c'est-à-dire des taux d'intérêt nominaux moins le taux d'inflation. Une hausse de l'inflation, si elle n'est pas entièrement compensée par la hausse des taux nominaux, réduirait le coût du capital et la charge de la dette. Ainsi, après la Seconde guerre mondiale ou après la crise du coronavirus, le regain d'inflation a contribué à faire fondre les dettes en proportion de l'activité économique. Ce phénomène de taux d'intérêt réels négatifs grâce à l'inflation pourrait être un puissant mécanisme pour faciliter les mutations structurelles de l'économie, dès lors que l'inflation demeure sous contrôle à un niveau modéré.

La Direction générale du Trésor observe cependant que la cible actuelle de 2 % ne devrait pas être modifiée, pour plusieurs raisons : *« Premièrement, toute modification de la cible à un moment où celle-ci n'est pas atteinte pourrait passer pour un aveu d'échec de la part de la BCE et considérablement porter atteinte à sa crédibilité future. La temporalité d'une telle décision devrait donc être soigneusement choisie. Au-delà de cet argument, le niveau actuel de 2 % nous semble suffisant pour prendre en compte les biais dans la mesure de l'inflation, l'existence de rigidités nominales (notamment en ce qui concerne les salaires) et*

l'hétérogénéité des situations au sein de la zone euro, qui sont les arguments traditionnels en faveur d'une cible d'inflation non nulle. Rehausser la cible supposerait d'identifier des forces inflationnistes de long terme, irréversibles, qui rendraient l'objectif d'une inflation à 2 % sous-optimal car il obligerait la BCE à mener une politique monétaire tendanciellement restrictive. Si l'existence de tendances inflationnistes de long terme est avérée (remise en cause de la mondialisation, réchauffement climatique, par exemple), leur caractère permanent est contestable et leur effet net par rapport à d'autres tendances, déflationnistes (gains de productivité, hausse de l'épargne) reste incertain. Il ne nous semble donc pas justifié de rehausser la cible d'inflation, d'autant que le choc inflationniste récent nous a rappelé que le risque inflationniste ne devait pas être sous-estimé et que l'ancrage des anticipations devait être préservé. »

Lors de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire intervenue en juin 2025, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a confirmé l'objectif symétrique d'inflation de 2 % à moyen terme.

2. Plusieurs options de verdissement de la politique monétaire envisageables, déjà éprouvées à l'étranger

a. Approfondir le verdissement des portefeuilles détenus au titre de la politique monétaire

Le Conseil des gouverneurs ne devrait pas relancer de nouveaux programmes d'achats d'actifs d'ampleur dans l'immédiat, puis qu'il s'agit d'une politique non-conventionnelle destinée à n'être utilisée qu'en cas de crise, lorsque la transmission de la politique monétaire est menacée par des perturbations sur les marchés financiers ou que les taux directeurs ont atteint le plancher zéro.

Les banques centrales continueront néanmoins de détenir un volume important de titres dans ce cadre, puisque la contraction des portefeuilles APP et PEPP ne sera que progressive. Ils devraient encore représenter 1 000 Md€ dans le bilan de l'Eurosystème en 2033 ⁽¹⁾.

La BCE s'est fixé pour objectif une réduction de 7 % par an en moyenne, à compter de 2021, de l'intensité carbone moyenne de ses portefeuilles d'actifs d'entreprises. Mais compte tenu de l'arrêt des réinvestissements, qui permettaient une réallocation des fonds vers des titres verts, elle ne contrôle plus le rythme de la décarbonation de ses portefeuilles, qui dépend désormais entièrement de la trajectoire de décarbonation des entreprises. En cas de déviation par rapport à la cible, la BCE a annoncé qu'elle examinerait si des mesures correctives peuvent être prises dans les limites de son mandat.

Afin de maintenir un rythme de décarbonation de ses portefeuilles compatible avec les accords de Paris, indépendamment des actions engagées par les entreprises, la BCE pourrait intervenir directement sur le stock de

(1) Parlement européen, EGOV, « La politique monétaire de la zone euro : analyse trimestrielle », juillet 2024.

titres détenus. Plusieurs organisations environnementales plaident ainsi pour que la BCE n'attende pas que les titres arrivent à échéance mais réoriente la composition de son portefeuille en vendant les titres les plus carbonés pour les remplacer par des titres verts d'une maturité similaire ⁽¹⁾. Isabel Schnabel, membre du directoire, avait ouvert la porte à une telle hypothèse dans son discours de janvier 2023, en appelant à « *passer d'une approche fondée sur les flux à une approche fondée sur les stocks* » en « *réorientant activement le portefeuille vers des émetteurs plus verts* ». Elle appelait d'ailleurs à étendre ces mesures à d'autres classes d'actifs, les obligations sécurisées et les titres adossés à des actifs.

Par ailleurs, **le Conseil des gouverneurs a annoncé, à l'occasion de la revue de son cadre opérationnel en mars 2024, réfléchir à mettre en place un portefeuille d'actifs structurel** pour couvrir les besoins de liquidité du secteur bancaire. **Un tel portefeuille structurel aurait vocation à prendre en compte les objectifs secondaires de la BCE, et en particulier la transition vers une économie verte.** Sa taille devrait cependant demeurer limitée pour minimiser son impact sur l'orientation de la politique monétaire ⁽²⁾.

Le verdissement du bilan de la BCE suppose, enfin, d'engager la décarbonation de ses portefeuilles d'obligations du secteur public, que ce soit dans le cadre des programmes APP et PEPP, ou du futur portefeuille structurel. En rachetant sur les marchés secondaires les titres publics émis pour investir dans la transition écologique, la BCE pourrait faciliter le financement des investissements publics dans la transition sans les financer directement.

Le principal frein tiendrait à l'étroitesse du marché cible : en 2023, les États membres de la zone euro ont émis pour 60 Md€ d'obligations souveraines vertes, pour un total d'émissions d'obligations de 2 713 Md€ la même année ⁽³⁾. Par ailleurs, **il n'existe pas encore de cadre commun fiable pour garantir le caractère environnemental des obligations vertes émises par le secteur public** des différents États membres.

Dans ce contexte, Isabel Schnabel identifie deux options possibles. La première consiste à ce **que la BCE détienne davantage d'obligations vertes supranationales émises par les institutions de l'Union européenne,** dont l'encours a fortement augmenté au cours des dernières années. La seconde consisterait à **réorienter progressivement le portefeuille d'obligations souveraines au fur et à mesure que les gouvernements augmentent leur offre d'obligations vertes.**

La Direction générale du Trésor estime que le Conseil des gouverneurs pourrait tout à fait étendre le verdissement aux obligations souveraines, selon une taxonomie développée par l'Eurosystème ou en s'appuyant sur un

(1) Reclaim Finance, « *Stabilité par la soutenabilité : Trois recommandations pour la révision de la stratégie de politique monétaire de la BCE en 2025* », 28 janvier 2025.

(2) Isabel Schnabel, « *Le cadre opérationnel de l'Eurosystème* », 14 mars 2024.

(3) Contribution écrite de la Direction générale du Trésor.

standard existant, comme le standard européen sur les obligations vertes, adopté le 22 novembre 2023, qui peut s'appliquer aussi bien aux obligations souveraines et privées. Cependant, aucun État de la zone euro n'émet pour l'instant d'obligations souveraines au format « obligations vertes européennes », puisque la taxonomie européenne sur laquelle il s'appuie ne s'applique pas aux émetteurs souverains.

Un rapport sénatorial consacré aux OAT vertes recommandait déjà, en juillet 2022, que la France applique le standard européen sur les obligations vertes à ses émissions souveraines, à la condition qu'une poche de flexibilité soit bien prévue, en anticipant que la BCE puisse à terme restreindre ses achats d'obligations vertes aux seules qui respectent le standard. Une évaluation approfondie pourrait être conduite au niveau européen pour adapter le standard réglementaire aux spécificités du secteur public.

Recommandation n° 6 : favoriser l'appropriation par les émetteurs souverains du standard réglementaire d'obligations vertes européennes afin de permettre le verdissement du portefeuille de titres publics de la BCE sur la base d'un cadre fiable et harmonisé.

Recommandation n° 7 : demander à la BCE la conduite d'une étude ou la publication d'un *working paper* afin de préciser comment un éventuel nouveau programme d'assouplissement quantitatif (QE), en cas de crise future, pourrait être conçu de manière plus respectueuse des objectifs climatiques que les programmes de QE précédents.

b. Moduler les taux directeurs selon des critères climatiques

Plusieurs économistes ont également proposé que la Banque centrale européenne **verdisse ses opérations de refinancement des banques, en modulant les taux pratiqués en fonction de critères environnementaux** ⁽¹⁾. Une telle idée a également été assumée, lors de la COP 28 à Dubaï en décembre 2023, par le **président de la République Emmanuel Macron, qui a appelé à ce que le système financier distingue « un taux d'intérêt pour le vert » et « un taux d'intérêt pour le brun »**.

Éric Monnet rappelle que l'allocation du crédit entre les différents secteurs d'activité a longtemps été au cœur du mandat des banques centrales. Des années 1930 aux années 1970, la banque centrale cherchait à faire en sorte que les crédits octroyés soient cohérents avec les objectifs de la nation en accordant aux banques commerciales un accès plus aisé au refinancement en fonction des secteurs

(1) Jens van't Klooster, Rens van Tilburg, "Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs", 2020.

qu'elle finançait – le logement pendant la reconstruction par exemple. La politique monétaire se faisait alors par le biais d'un contrôle quantitatif des crédits, et non par une variation des taux d'intérêt : face aux pressions inflationnistes, la banque centrale pouvait imposer aux banques un rationnement du crédit, tout en exemptant certains secteurs, comme les prêts au logement ou les crédits à l'exportation.

Même après le tournant des années 1970, les banques centrales ont été amenées à pratiquer des taux différenciés, au nom de leurs objectifs de politique monétaire. En vertu de l'indépendance et de la neutralité de la politique monétaire, les banques centrales ont cessé d'intervenir directement dans l'allocation du crédit, se limitant à la fixation des taux d'intérêt pour influencer le volume de crédits en circulation dans l'économie. Jusqu'en 1995, cependant, la Banque de France et la Banque fédérale d'Allemagne ont dû pratiquer des taux différenciés pour refinancer les banques qui accordaient des crédits à l'exportation, dans l'objectif de défendre le taux de change. Cet outil, beaucoup moins interventionniste que la restriction quantitative des crédits, semble davantage compatible avec l'article 127 du TFUE, qui impose à la Banque centrale européenne d'agir *« conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources »*.

Plusieurs banques centrales de pays en développement interviennent, directement ou indirectement, dans l'allocation des crédits afin de favoriser le financement de la transition vers une économie bas-carbone. Cela peut passer par l'imposition de cibles quantitatives : la Banque de réserve de l'Inde exige ainsi que les banques commerciales allouent 40 % des prêts à des secteurs prioritaires, parmi lesquels figurent les énergies renouvelables, tandis que la Banque du Bangladesh a fixé aux banques un plancher de 5 % de prêts verts ⁽¹⁾. La Banque du Bangladesh a également mis en place, dès 2014, des lignes de refinancement préférentielles pour les crédits verts. D'autres banques centrales ont adopté des mesures incitatives de ce type, comme en Chine, au Japon ou en Malaisie, en offrant aux banques des conditions de refinancement plus favorables si elles accordent des prêts durables. La banque centrale du Brésil accorde, pour sa part, une assistance particulière à la banque publique de développement, la Banque nationale de développement économique et social, qui soutient activement la transition. La définition parfois extensive du caractère durable des prêts n'empêche cependant pas l'éco-blanchiment. Au Japon notamment, les banques commerciales disposent de larges marges de manœuvre pour déterminer les critères qui leur permettent de sélectionner les projets verts.

(1) Jérôme Deyris, De la stabilité des prix à la stabilisation du climat ? : l'économie politique du verdissement des banques centrales, thèse soutenue le 10 juillet 2023.

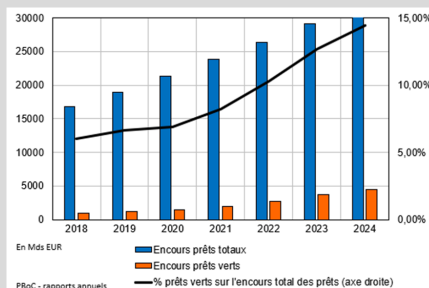
L'action climatique de la Banque populaire de Chine

La Chine s'est fixé l'objectif d'atteindre son pic d'émissions avant 2030 et la neutralité carbone à l'horizon 2060. Pour y parvenir, elle aura besoin d'investir 2 200 par an d'ici 2030, et 3 900 Mds RMB par an entre 2030 et 2060 selon le FMI. Dans ce cadre, la Banque populaire de Chine a présenté en mars 2021 un plan de développement de la finance verte en Chine en cinq piliers : améliorer le système normatif de la finance verte, renforcer la réglementation et les exigences de divulgation d'informations ; renforcer les mécanismes d'incitation et de contrainte ; enrichir les types de produits de la finance verte ; développer la coopération internationale en matière de finance verte.

Le verdissement du système financier chinois peut s'appuyer sur deux taxonomies. La première, élaborée par le Comité national de développement et de réforme (NDRC), couvre tous les instruments financiers, notamment les obligations des entreprises non-financières, et inclut l'ensemble des secteurs de l'économie, y compris l'industrie lourde, dans l'objectif d'accompagner la transition des activités carbonées. La seconde, établie par la Banque populaire de Chine, se concentre sur les obligations vertes émises par les institutions financières et est beaucoup plus restrictive, ne favorisant que les projets qui permettent d'importantes réductions d'émission. Fin 2024, 74 % des obligations vertes émises en Chine entraient dans le cadre de la taxonomie européenne. En 2021, la Banque populaire de Chine et la Commission chinoise de régulation des valeurs mobilières (CSRC) ont publié des lignes directrices pour obliger les sociétés cotées à divulguer des informations ESG.

La Banque populaire de Chine a mis en place deux facilités structurelles permettant de fournir des financements à taux bonifiés aux institutions financières qui soutiennent les secteurs des énergies renouvelables, la sobriété, les technologies de réduction et de capture du CO₂. Concrètement, les banques qui prêtent à taux avantageux à une entreprise pour un projet qui correspond au cahier des charges peuvent ensuite candidater auprès de la Banque populaire de Chine pour bénéficier d'un refinancement à hauteur de 60 % du prêt avec un taux de 1,5 % à maturité d'un an, renouvelable une fois. Les deux facilités combinées représentent un total d'encours de 645,8 Md RMB, soit 80,5 Md€. Mise en place en 2023, la facilité structurelle de réduction des émissions de gaz à effet de serre a été étendue jusqu'à fin 2027. La facilité de refinancement du « charbon propre » a, pour sa part, pris fin en décembre 2023. L'impact de telles mesures de refinancement est d'autant plus important que les banques sont prépondérantes dans le système financier chinois.

L'action de la Banque populaire de Chine a permis d'accompagner la forte augmentation des prêts verts, qui sont passés de 1 012 Md€ en 2018 à 4 501 Md€ en 2024, représentant 14,4 % de l'encours total des prêts accordés dans l'économie.



Il importe cependant de souligner les spécificités de la Banque populaire de Chine par rapport à la Banque centrale européenne : n'étant pas une institution indépendante, elle contribue à l'ensemble des politiques publiques et dispose d'instruments quasi-budgétaires, comme les facilités structurelles. Par ailleurs, la finance verte chinoise vise surtout à soutenir le financement des nouvelles technologies vertes, dans un objectif industriel, plutôt que d'imposer des contraintes sur la production. Le marché carbone souffre notamment de nombreuses déficiences et il n'existe pas de taxe carbone.

Dans la zone euro, la modulation des taux pourrait prendre la forme de « TLTRO verts », sur le modèle des TLTRO pratiqués par la BCE entre 2014 et 2019 qui permettraient aux banques de se refinancer à des taux plus faibles à condition de maintenir leur volume de crédits à l'économie réelle (prêts aux ménages hors crédit immobilier et prêts aux entreprises non financières). Le taux de refinancement pourrait dépendre ici du degré de verdissement moyen du portefeuille de crédits de chaque banque, ou d'un score climatique élaboré par la Banque centrale européenne ⁽¹⁾.

Une récente étude de Sustainable Finance Lab montre que **la conception de TLTRO verts pourrait également s'appuyer sur la taxonomie verte européenne** ⁽²⁾. Les banques participantes bénéficieraient d'une réduction du taux d'intérêt de base pour le montant des nouveaux prêts alignés sur la taxonomie qu'elles ont octroyé au cours de l'année précédente ; un bonus supplémentaire pourrait être accordé aux banques qui atteignent une certaine cible de prêts « verts » selon la taxonomie. Les auteurs déconseillent à ce stade d'introduire un taux de pénalité pour les banques qui continuent de financer des projets très polluants. Même s'il pourrait constituer une forte incitation pour que les banques décarbonent leur bilan, sa mise en œuvre soulèverait des difficultés opérationnelles en l'absence de taxonomie brune qui identifie les activités non alignées sur les accords de Paris.

La Banque centrale européenne semble ouverte à une telle option, même si elle renvoie sa mise en œuvre à une période ultérieure. Dès 2023, Isabel Schnabel a ainsi déclaré que *« les opérations de prêt ciblées vertes pourraient être un instrument à envisager à l'avenir, lorsque la politique monétaire redeviendra expansionniste, à condition que les lacunes en matière de données sous-jacentes soient résolues »*. Frank Elderson s'y est également dit favorable, le 4 octobre 2024 : *« Si la politique monétaire nécessitait de reconsidérer la mise en place de TLTRO à l'avenir, il existerait de solides arguments en faveur d'une intégration d'objectifs écologiques dans ces TLTRO »*.

La révision du cadre opérationnel de politique monétaire, adoptée en mars 2024, prévoit d'ailleurs la **mise en place d'un programme structurel d'opérations de refinancement de long terme (LTRO), qui devrait intégrer des considérations climatiques en adéquation avec l'objectif secondaire de la BCE**, de la même façon que le portefeuille d'actifs structurel évoqué plus haut.

L'instauration de TLTRO verts pourrait contribuer de façon significative à l'accélération de la transition de l'économie, en soutenant la rentabilité des projets verts à long terme. Comme l'ont souligné les représentants de Bpifrance lors de leur audition, les TLTRO permettraient de répondre aux deux contraintes dont pâtissent les investissements dans la transition, des rendements plus faibles et un horizon de long terme qu'il est difficile de couvrir par des dépôts ou des refinancements de court terme. L'horizon de moyen terme des TLTRO correspondrait mieux à la temporalité des projets de transition, en permettant aux

(1) Hubert Kempf, « Verdir la politique monétaire », Revue d'économie politique 2020/3, vol. 130

(2) Sustainable finance lab, « a green interest rate for the Eurozone », 2024.

banques d'adosser les crédits verts à une source de financement de même maturité, tandis que la bonification de taux donnerait un avantage compétitif aux entreprises engagées dans une démarche vertueuse.

Les études réalisées en la matière montrent **qu'une différenciation de l'ordre de 100 points de base permettrait de réaliser de 5 à 12 % des objectifs européens de réduction d'émissions** ⁽¹⁾, et qu'une baisse de 200 points de base permettrait d'améliorer entre 24 % et 54 % la rentabilité des énergies renouvelables ⁽²⁾. À titre de comparaison, Mario Draghi estime qu'une réduction de 250 points de base du coût du capital serait nécessaire pour que les financements privés puissent couvrir les investissements nécessaires à la transition écologique ⁽³⁾.

Le TLTRO vert bénéficierait naturellement aux banques publiques d'investissement, qui ont déjà pour beaucoup déployé une capacité à flécher les financements vers les crédits durables. Lors de leur audition par les rapporteurs, les responsables de Bpifrance se sont montrés très favorables à l'introduction d'une telle mesure, qui pourrait jouer un rôle déterminant dans leur activité – par le passé, le TLTRO avait représenté autour de 20 % de l'actif de Bpifrance. Elle a par ailleurs déjà éprouvé l'efficacité d'un système similaire aux TLTRO verts dans le cadre d'emprunts bilatéraux avec la Banque européenne d'investissement, qui lui accorde un taux de refinancement plus avantageux à condition qu'elle finance des activités précises, telles que l'innovation et les énergies renouvelables, avec le dispositif de *reporting* et de suivi adéquat. Selon Bpifrance, un différentiel de l'ordre de 50 points de base, par rapport à des taux d'intérêt de 3 %, aurait déjà un impact considérable.

Pour la Direction générale du Trésor, les banques bénéficiaires demeureraient libres de répercuter la baisse des coûts de refinancement sur l'ensemble de leurs prêts ou de la concentrer sur les prêts verts, selon la stratégie qu'elles auront choisie. Or, dans le cadre des TLTROs, la BCE ne se contente pas de fournir des liquidités à bas coût, mais a introduit des mécanismes de conditionnalité afin d'orienter le crédit bancaire vers l'économie réelle. Ces conditionnalités concernaient le volume des prêts accordés par les banques et le niveau des taux appliqués à ces prêts.

Bpifrance suggère qu'un dispositif pourrait être mis en place pour obliger les banques à reverser cet avantage aux entreprises.

Les TLTRO verts auraient enfin le mérite de limiter l'incidence négative d'un éventuel futur resserrement de la politique monétaire sur le rythme de la transition, permettant à la BCE d'assurer la stabilité des prix à court terme sans compromettre cette stabilité à long terme. Les projets d'investissement verts pourraient ainsi continuer de bénéficier de conditions de financement

(1) Moutaz Altaghlibi, Rens van Tilburg, Mark Sanders, "How much of a help is a green central banker?", février 2022.

(2) Moutaz Altaghlibi, Rens van Tilburg, Gaston Bronstoring, "The impact of a Green LTRO on the energy transition", juillet 2024.

(3) Mario Draghi, Une stratégie de compétitivité pour l'Europe, septembre 2024.

avantageuses malgré la remontée des taux directeurs ⁽¹⁾. Une telle mesure devrait néanmoins être calibrée très finement pour ne pas menacer l'efficacité de la politique monétaire.

Il est essentiel que les programmes de TLTROs verts soient permanents (contrairement aux LTROs I et II, aux TLTROs et aux PELTROs), compte tenu de l'horizon de long terme de la crise climatique. La dernière étude de Stanislas Jourdan, souligne en effet la nécessité d'un programme permanent et non limité dans le temps. Comme développé précédemment, la crise climatique affecte la stabilité des prix et va le faire de plus en plus dans les années et décennies à venir ⁽²⁾.

c. La question de l'exclusion des titres bruns des programmes d'achats d'actifs et des collatéraux de la BCE

Certains chercheurs et ONG plaident pour une exclusion des titres bruns des programmes d'achats d'actifs et des collatéraux de la Banque centrale européenne, dans l'objectif de renchérir les coûts de financement des entreprises les plus émettrices et de limiter l'exposition des institutions financières aux risques d'échouage largement sous-évalués.

Cette proposition se heurte à l'avis selon lequel, comme vu précédemment, une politique d'exclusion trop stricte risquerait de **menacer l'efficacité de la politique monétaire en restreignant trop fortement le vivier d'actifs disponible**.

La Direction générale du Trésor observe également que « la logique visant à pénaliser les activités brunes et à faciliter le financement des activités vertes est lacunaire dans la mesure où ce sont les projets “verdissants” et non pas déjà verts qui devraient être favorisés, dans une optique de transition écologique globale ». Dans le même ordre d'idée, une étude de la Banque de France a mis l'accent sur la nécessité d'accompagner la transformation de l'ensemble de l'économie. Elle observe que *« si la vente d'actifs carbonés peut réduire le risque climatique des portefeuilles individuels, elle ne garantit pas une transition vers une économie bas-carbone »* puisque *« les entreprises ont besoin de financements pour cette transition »* ⁽³⁾.

Les stratégies de désinvestissement des institutions financières européennes pour sortir des énergies fossiles ne suffiraient d'ailleurs pas, à elles-seules, à inciter ces dernières à réduire leurs émissions puisqu'elles pourront trouver d'autres sources de financement auprès d'acteurs étrangers moins sensibilisés aux questions ESG, selon l'Afep.

La BCE a néanmoins la capacité, via son cadre de collatéraux, de façonner les marchés financiers. Par le passé, elle a utilisé ce calibrage pour créer un *repo*

(1) Reclaim Finance, « Stabilité par la soutenabilité : Trois recommandations pour la révision de la stratégie de politique monétaire de la BCE en 2025 », 28 janvier 2025.

(2) Stanislas Jourdan, “In everyone’s interest: How the ECB can support the energy transition with green interest rates”, WWF, 4 décembre 2025.

(3) Banque de France, « Qu'est-ce qui fait varier l'empreinte carbone des fonds d'action français ? », 31 janvier 2025.

market européen, en incitant les banques à considérer de la même manière les titres de dette souveraine des différents États membres (quelle que soit leur notation souveraine par les agences de notation), ce qui a ensuite catalysé la crise de la zone euro entre 2010 et 2012 ⁽¹⁾. Autrement dit, si la BCE décide de pénaliser l'usage de titres « bruns » dans sa politique de collatéral, cela va pousser les banques à organiser et stimuler la production de titres financiers « verts », afin de pouvoir les utiliser ensuite pour se refinancer à la BCE.

Par ailleurs, si la BCE acte l'exclusion des actifs polluants de ses opérations de refinancement, cela va contraindre les acteurs financiers à désinvestir les activités les plus polluantes. Or, aujourd'hui, comme expliqué précédemment, les banques continuent de financer les énergies fossiles. Ce sont les décisions de la BCE qui façonnent les marchés financiers. En agissant, la banque centrale a un pouvoir d'entraînement sur les acteurs financiers. La situation en l'état des marchés (ici concernant le verdissement) ne constitue pas un réel obstacle à l'action de la BCE (ou une limitation à sa marge de manœuvre). C'est une question de volonté politique.

Dans tous les cas, il semble pertinent de prendre surtout en compte la trajectoire de réduction d'émissions d'une entreprise, plutôt que son niveau d'émissions à un niveau donné, en poussant « *les institutions financières [à] s'engager auprès des entreprises dans lesquelles elles investissent pour garantir une réduction réelle d'émissions* ⁽²⁾ ». Cela suppose cependant que les institutions financières et les superviseurs aient accès non seulement aux performances passées des entreprises mais également à leurs engagements futurs, détaillés au sein d'un plan de transition soumis à un suivi rigoureux.

Des critères d'exclusion pourraient cependant être aménagés pour les activités qui sont intrinsèquement très dommageables pour le climat, comme le développement de nouveaux projets d'énergies fossiles, ce que propose Reclaim Finance, avec une mise en œuvre progressive sur plusieurs années qui étendra le périmètre d'exclusion en commençant par les plus carbonés.

3. La BCE ne pourra pas jouer un véritable rôle en faveur du climat sans une légitimité démocratique renforcée

Une contribution accrue de la Banque centrale européenne à la lutte contre le réchauffement climatique soulèverait inévitablement la question de sa légitimité pour agir, en ce qu'elle viendrait modifier l'allocation des financements entre les différents secteurs de l'économie. Si les traités européens l'autorisent à prendre en compte des considérations climatiques, à la fois au nom de son mandat principal et de son mandat subsidiaire, ils précisent également que la

(1) Daniela Gabor et Cornel Ban, « *Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets* », *Journal of Common Market Studies*, 12 octobre 2015 ; Jens van 't Klooster, « *The ECB's Collateral Framework from the 1990s until the Pandemic* », in Thomas Beukers, Diane Fromage, and Giorgio Monti (eds), *The New European Central Bank : Taking Stock and Looking Ahead*, décembre 2022.

(2) Banque de France, *op. cit.*

Banque centrale européenne doit « *agir conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources* ».

Les incertitudes relatives aux contours du mandat subsidiaire de la Banque centrale européenne pourraient expliquer en partie sa prudence, voire ses réticences, à agir sur le plan climatique. Le Conseil des gouverneurs n'étant pas élu, il ne dispose pas de la légitimité nécessaire pour interpréter en quoi consistent les objectifs économiques de l'Union et comment il convient d'arbitrer entre eux lorsqu'ils viennent à se contredire. Il n'est notamment pas habilité pour déterminer quelles sont les activités vertes ou brunes, et ne peut discriminer entre elles qu'à la condition de pouvoir se référer à une taxonomie adoptée par les législateurs de l'Union européenne.

L'engagement de la Banque centrale est d'autant plus difficile que son action s'est fortement judiciaire. Lors de son audition, Éric Monnet a souligné que la Banque centrale européenne pourrait s'exposer à un risque contentieux si elle poussait plus avant le verdissement de la politique monétaire. Dans ses arrêts *Gauweiler* du 16 juin 2015 et *Weiss* du 11 décembre 2018, la Cour de justice de l'Union européenne a jugé qu'une mesure de la BCE est légale tant qu'elle est proportionnée à l'objectif de la politique monétaire. Cela suppose que la BCE soit en mesure de justifier que la mesure contestée est adaptée et strictement nécessaire à l'objectif poursuivi.

Cela renvoie plus largement à la nécessité de renforcer le cadre démocratique dans lequel s'insère l'action de la Banque centrale européenne. L'expérience des dernières années a montré que ses interventions, loin d'être neutres, avaient des effets distributifs importants sur l'économie. Elles ont une incidence différente selon les secteurs d'activité, et peuvent affecter les inégalités, ou le financement de la dette publique. Or, il n'existe pas actuellement de cadre pour penser ces conséquences et la coordination de la politique monétaire avec la politique budgétaire, notamment sur la question du climat ⁽¹⁾.

(1) Grégory Claeys, Pervenche Bérès, et alii, « *The ECB needs political guidance on secondary objectives* », Bruegel, 22 avril 2021 ; Alexander Thiele « *Treading softly: How central banks are addressing current global challenges* », ECB Legal Conference 2023, décembre 2023, p. 28-38.

a. Assigner un objectif explicite de soutenabilité environnementale à la Banque centrale européenne

Une première option consisterait à préciser le mandat secondaire de la Banque centrale européenne, en lui confiant de façon explicite un objectif de soutenabilité environnementale. Jézabel Couppey-Soubeyran considère en effet que « *tant que la soutenabilité environnementale n'entrera pas explicitement dans les textes régissant les missions de l'Eurosystème, elle ne constituera pas un objectif suffisamment clair à même d'orienter la politique monétaire de la BCE vers la transition écologique. (...) Si la soutenabilité environnementale n'est pas inscrite plus formellement dans leur mandat, il est peu probable que les banques centrales s'autorisent à dépasser franchement l'approche par les risques et à appréhender le risque climatique sous l'angle de la politique monétaire* » ⁽¹⁾.

Il a ainsi été proposé que les institutions européennes, le Parlement européen le Conseil ou le Conseil européen puisse indiquer à échéance régulière à la Banque centrale européenne à quels objectifs prioritaires elle pourrait contribuer, sans porter préjudice à la stabilité des prix qui conserve la primauté ⁽²⁾. Un tel mécanisme existe au Royaume-Uni, où le gouvernement adresse des lettres de mission annuelle à la Banque d'Angleterre – il y avait désigné la lutte contre le changement climatique comme une priorité en 2021. Il y aurait cependant un risque d'inefficacité important si la liste de ces objectifs était trop souvent modifiée, ou si elle demeurait trop large et vague pour assurer le consensus ⁽³⁾.

Il pourrait également être envisagé de réviser l'article 127 du TFUE pour y inscrire explicitement l'objectif de soutenabilité environnementale. Une telle procédure est cependant longue et complexe. Même si elle pourrait passer par une procédure simplifiée prévue par l'article 48 du Traité sur l'Union européenne, la révision devrait être adoptée par le Conseil européen à l'unanimité, après consultation du Parlement européen, de la Commission, et de la Banque centrale européenne puisqu'il s'agira de modifications institutionnelles dans le domaine monétaire.

Agnès Bénassy-Quéré a cependant émis la crainte qu'assigner à la BCE un rôle explicite dans la lutte contre le réchauffement climatique revienne à « *ouvrir la boîte de Pandore* », avec le risque qu'on lui demande ensuite de soutenir d'autres politiques, telles que la défense, et d'affaiblir *in fine*, le mandat principal.

(1) Jézabel Couppey-Soubeyran, « *Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement* », Institut Veblen, décembre 2020.

(2) Grégory Claeys, Pervenche Bérès, et alii, « *The ECB needs political guidance on secondary objectives* », Bruegel, 22 avril 2021 ; Alexander Thiele « *Treading softly: How central banks are addressing current global challenges* », ECB Legal Conference 2023, décembre 2023, p. 28-38.

(3) New Economics Foundations, « *How do you solve a problem like inflation?* », 20 mars 2025.

b. Mettre en place un Conseil européen du crédit

L'économiste européen Éric Monnet propose pour sa part de renforcer le cadre de gouvernance de la politique monétaire par la création d'une instance consultative qui délibérerait des conséquences des choix de la BCE sur l'économie et le climat, le « Conseil européen du crédit ».

Le Conseil européen du crédit n'aurait qu'un **rôle consultatif**, afin de préserver l'indépendance de la Banque centrale européenne, mais il serait habilité à **produire des analyses et des réflexions institutionnelles sur les orientations structurelles de la politique monétaire et les objectifs qui entrent dans le mandat secondaire**. Si de nombreux arrangements institutionnels sont possibles, il pourrait s'agir d'une agence administrative qui rendrait compte directement au Parlement ou qui siègerait conjointement à la Commission européenne et au Parlement. Il serait composé de parlementaires, d'un membre de la Commission, un membre du Fonds de stabilité européen, d'économistes et de spécialistes du climat.

Une telle institution permettrait de renforcer le contrôle démocratique que le Parlement européen exerce sur l'action de la Banque centrale européenne dans le cadre du « dialogue monétaire ». L'article 284 du TFUE prévoit en effet que le président de la BCE et les autres membres du directoire peuvent être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen. Le Conseil européen du crédit pourrait fournir aux eurodéputés une expertise économique qui leur permettrait « d'entamer un dialogue structuré sur les objectifs de la politique monétaire, les moyens de les atteindre, et surtout les conséquences de la politique de la BCE sur les autres politiques de l'Union ».

Elle aurait également l'avantage de conduire la BCE à justifier de façon plus approfondie ses décisions de politique monétaire et l'interprétation qu'elle fait de son mandat, et d'anticiper ainsi les potentielles contestations devant la Cour de justice de l'Union européenne.

Le Conseil européen du crédit pourrait conforter la BCE dans ses efforts en faveur de la transition écologique, en lui conférant une meilleure assise politique. Selon Éric Monnet, les banquiers centraux seraient paradoxalement eux-mêmes désireux que de telles instances soient mises en place pour disposer de davantage de légitimité.

Recommandation n° 8 : mettre en place un Conseil européen du crédit, organe consultatif qui aurait pour vocation d'éclairer le Parlement sur les conséquences économiques et climatiques des choix de politique monétaire et de favoriser une meilleure coordination des différentes politiques européennes qui influent sur l'allocation du crédit entre les différents secteurs de l'économie.

c. Renforcer la coordination entre les institutions

Les chercheurs respectifs d'économie politique et de droit public, Jeens van't Klooster et Nik de Boer proposent que la Banque centrale européenne ne définisse pas seule le contenu de ses objectifs secondaires, mais qu'elle le fasse en coordination avec les institutions politiques de l'Union européenne, afin de concilier les exigences juridiques de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE avec les impératifs de légitimité démocratique. Les auteurs soutiennent l'idée que si la BCE est tenue de soutenir les politiques économiques générales de l'Union et des États membres, elle ne peut ni ignorer ces objectifs ni se les fixer unilatéralement sans soulever de difficultés juridiques et démocratiques.

La coordination proposée par van't Klooster et de Boer consisterait à permettre au Conseil, au Parlement européen et, le cas échéant, à la Commission de clarifier les priorités économiques de l'Union pertinentes pour le mandat secondaire, notamment en précisant leur contenu et leur hiérarchisation. Ces orientations ne seraient pas juridiquement contraignantes et ne porteraient pas atteinte à l'indépendance de la BCE, mais fourniraient un cadre politique de référence que celle-ci pourrait utiliser pour interpréter et mettre en œuvre son mandat secondaire. La BCE resterait pleinement responsable du choix des instruments de politique monétaire et devrait expliquer comment ses décisions soutiennent ces objectifs secondaires tout en respectant son objectif principal de stabilité des prix.

Les auteurs soulignent que cette approche n'est pas inédite, la BCE ayant déjà intégré des politiques de l'Union dans ses opérations, notamment dans le cadre du programme OMT ou à travers l'intégration de la taxonomie verte européenne dans certaines règles de politique monétaire. La coordination irait toutefois au-delà de la simple prise en compte de politiques existantes, en instituant un dialogue explicite et structuré avec les institutions politiques de l'Union sur les objectifs pertinents pour l'article 127, paragraphe 1, du TFUE.

Cette coordination interinstitutionnelle est présentée comme juridiquement compatible avec l'article 130 du TFUE, dans la mesure où elle n'impliquerait ni instructions ni contraintes juridiques à l'égard de la BCE. Elle renforcerait en revanche la légalité de l'action de la BCE, en évitant qu'elle ne définisse elle-même des objectifs de politique économique, et sa légitimité démocratique, en ancrant son mandat secondaire dans des orientations émanant d'institutions disposant d'une représentation démocratique.

Les auteurs estiment ainsi que la coordination constitue un moyen équilibré permettant à la BCE d'agir sur son mandat secondaire sans en déterminer unilatéralement le contenu, tout en préservant son indépendance opérationnelle.

Recommandation n° 9 : instaurer une coordination renforcée entre les institutions européennes afin de clarifier les priorités économiques de l'Union et d'éviter que la Banque centrale européenne ne définisse seule le contenu de ses objectifs secondaires, de manière à concilier les exigences juridiques de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE avec les impératifs de légitimité démocratique.

TRAVAUX DE LA COMMISSION

La commission s'est réunie le mercredi 17 décembre 2025, sous la présidence de M. le président Pieyre-Alexandre Anglade pour examiner le présent rapport d'information.

Mme Danièle Obono, co-rapporteure. Notre écosystème global est en état d'urgence. Le changement climatique, conséquence des trop nombreuses émissions de gaz à effet de serre causées par les activités humaines, constitue aujourd'hui la plus grande menace existentielle à laquelle l'humanité est confrontée.

L'année 2025 devrait devenir la deuxième année la plus chaude jamais enregistrée au niveau mondial et le continent européen se réchauffe deux fois plus vite que le reste de la planète. La hausse des températures entraîne des phénomènes de mortalité massive ainsi que des extinctions d'espèces. Ces bouleversements ont atteint un niveau tel qu'ils menacent la survie de toutes les espèces vivantes, dont la nôtre. Rien qu'en Europe, le réchauffement pourrait entraîner 30 000 décès par an.

Les travaux scientifiques, notamment ceux du groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) ainsi que les rapports de nombreuses organisations non gouvernementales, alertent depuis des décennies sur ces conséquences prévisibles, éminemment visibles, durables et potentiellement irréversibles, mais en vain. L'inaction coupable de nos gouvernements nous a menés au point de bascule actuel : limiter le réchauffement climatique à 1,5 °C est désormais impossible.

Pour répondre à l'immense défi civilisationnel que constitue l'urgente adaptation de nos sociétés à ce nouveau paradigme, nous devons utiliser tous les outils et leviers à notre disposition, et notamment la politique monétaire.

Les risques systémiques que représente le réchauffement climatique pour l'économie et stabilité financière sont bien identifiés depuis le discours fondateur du gouverneur de la Banque d'Angleterre Mark Carney sur la « tragédie des horizons » en 2015.

Les phénomènes climatiques extrêmes, tels que les inondations ou les tempêtes, vont provoquer des destructions physiques sur les biens, avec un alourdissement du bilan des assurances qui pourrait fragiliser l'ensemble du système financier s'il est mal anticipé – les pertes ont déjà représenté 50 Md€ par an en moyenne sur la période 2021-2024 selon l'Agence européenne pour l'environnement. Le dérèglement climatique pèsera également sur la croissance, par une réduction de l'offre du travail et une diminution de l'accumulation du capital – il pourrait entraîner une perte de PIB de l'ordre de 15 % au niveau mondial d'ici 2050 si aucun effort de décarbonation n'est fait. Les épisodes de sécheresse affecteront en particulier le secteur de l'agriculture, en diminuant les rendements

agricoles, ce qui entraînera une augmentation des prix des produits alimentaires, jusqu'à 3 % chaque année d'ici 2035, et accentuera la précarisation des agriculteurs.

La transition vers une économie bas-carbone entraînera également des perturbations, du fait de l'effondrement des prix des actifs adossés à des activités carbonées, qu'on appelle « actifs échoués ». Elle pourrait accélérer l'inflation par la hausse du prix du carbone, la demande accrue d'investissements et les tensions sur le marché du travail liées à la transformation de la structure de production. Ces effets apparaissent cependant minimes comparé au coût de l'inaction. Ils seront d'autant plus importants si la transition est retardée et non coordonnée.

Face à ces perturbations, la réponse de la politique monétaire risque d'être particulièrement complexe, car le changement climatique aura des effets asymétriques entre les différents pays de la zone euro. Les chocs d'offre liés aux catastrophes climatiques confronteront la Banque centrale européenne (BCE) à un arbitrage difficile entre maîtrise de l'inflation et soutien à l'activité. En effet, la hausse des taux d'intérêt qui a suivi la flambée inflationniste à la suite de l'invasion de l'Ukraine a eu pour conséquence de renchérir le coût des investissements. Elle a particulièrement pénalisé les investissements verts, en raison de leur forte intensité capitalistique. Mais si elle ne réagit pas, la banque centrale prendrait le risque d'une contagion de l'inflation à l'ensemble de l'économie et d'un désancrage des anticipations des agents, qui rendrait d'autant plus brutal le resserrement monétaire ultérieur. Cette situation oblige la BCE à conduire la politique monétaire avec doigté.

Dans ce contexte, les banques centrales ont un rôle à jouer dans la prise en compte des risques financiers liés au climat. Compte tenu de l'ensemble de ces interactions entre politique monétaire et climat, le Conseil des gouverneurs s'est engagé en 2021 à « veiller, dans le cadre de son mandat, à ce que l'Eurosystème prenne pleinement en compte, conformément aux objectifs de l'Union en matière de climat, l'incidence du changement climatique et de la transition ».

Ce changement d'approche s'est entendu avec force dans toutes les auditions réalisées. Il est désormais très largement admis que la Banque centrale européenne est habilitée à prendre en compte les enjeux climatiques dans le cadre de son mandat.

En vertu de son mandat secondaire, la BCE doit contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union européenne, parmi lesquels figurent « la protection et l'amélioration de la qualité de l'environnement », à condition de ne pas porter préjudice à la stabilité des prix. De façon encore plus solide, l'action climatique peut s'ancrer au cœur du mandat principal de la BCE en raison des pressions inflationnistes qu'entraîne le dérèglement climatique. C'est d'ailleurs ce fondement qui est invoqué en priorité par les représentants de la Banque de France et de la BCE pour légitimer avec plus de poids les mesures de verdissement adoptées et éviter toute contestation liée au périmètre de son mandat. Il apparaît donc tout à fait

envisageable que la BCE déploie une action climatique d'envergure à cadre institutionnel constant, sans qu'il soit nécessaire de réviser les traités au préalable.

Pour autant, il pourrait être pertinent de réfléchir, à terme, à inscrire un objectif explicite de soutenabilité environnementale dans le mandat de la BCE. Cette assise juridique irréfutable conforterait l'engagement climatique des banquiers centraux, dans un contexte où la forte judiciarisation de l'action de la BCE et les risques de contentieux peuvent encore être un frein à l'adoption de mesures réellement ambitieuses sur le plan environnemental.

Mais même si la prise en compte du climat est désormais assumée par la banque centrale, il reste difficile de déterminer jusqu'où elle peut aller en la matière. Jusqu'ici, la BCE a privilégié une approche prudentielle, qui vise à encourager les entreprises et les institutions financières à mieux mesurer, intégrer et gérer les risques liés au climat, en se fiant in fine au système financier pour opérer la réallocation des capitaux nécessaire à la transition. Cette logique contraste avec l'approche pro-active qu'ont adoptée certaines banques centrales à l'international, comme celles du Brésil, du Bangladesh ou de la Chine, qui ont assumé un rôle plus promotionnel, qui les conduit à intervenir directement dans l'économie pour favoriser le financement de la lutte contre le réchauffement climatique.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté en 2021 une véritable feuille de route pour intégrer les risques climatiques dans l'ensemble de ses missions, le Programme d'action pour le climat, qui a été prolongé en 2022. Plusieurs mesures significatives ont déjà été mises en œuvre dans ce cadre.

La BCE a tout d'abord refondu ses outils de mesure et de modélisation afin de mieux appréhender les effets économiques du changement climatique et de la transition, et les intégrer dans ses projections. Les personnes auditionnées ont souligné à de nombreuses reprises la contribution importante de la Banque de France, qui a développé un nouveau modèle satellite FR-GREEN pour étudier l'incidence de la transition écologique, et a élaboré un « indicateur climat » pour aider les entreprises à mesurer leur exposition aux aléas climatiques et à évaluer si leur trajectoire d'émission est compatible avec l'accord de Paris. Au niveau international, la BCE participe également aux travaux du Réseau pour le verdissement du système financier (NGFS) qui réalise des scénarios climatiques de long et de court terme.

En parallèle, la BCE a entrepris d'intégrer les risques climatiques dans sa mission de supervision du secteur bancaire. Elle a réalisé en 2022 le tout premier test de résistance climatique auprès de 41 établissements de crédit parmi les plus importants pour évaluer leurs vulnérabilités en cas de chocs climatiques. Les résultats ont mis en évidence une prise en compte très insuffisante des risques liés au climat parmi 60 % des établissements contrôlés. La BCE leur a ainsi prescrit une série de mesures correctives individualisées et confidentielles à mettre en œuvre avant 2024. Elle a prononcé en novembre dernier la première amende liée au climat, à l'attention de la banque espagnole ABANCA, pour manquement à son obligation

d'évaluer les risques environnementaux. Si des réflexions sont en cours pour moduler les exigences de fonds propres des banques en fonction du degré de verdissement de leur bilan, avec la mise en place d'un green factor, ni la BCE, ni les législateurs européens n'ont encore franchi le cap.

Enfin, la BCE a également commencé à intégrer la question climatique dans ses instruments opérationnels de politique monétaire, même si les résultats demeurent encore limités. Elle a commencé en 2022 à réorienter ses programmes d'achats d'actifs des sociétés non-financières pour les aligner avec les objectifs de l'Accord de Paris en accordant un traitement préférentiel aux entreprises les plus performantes sur le plan climatique, sans exclure pour autant les activités carbonées. Le ciblage se fait sur la base d'un score climatique fondé sur les émissions passées de l'entreprise, ses objectifs en matière d'atténuation du changement climatique, et la transparence sur ses émissions.

Cette mesure a permis une décarbonation progressive des obligations d'entreprises détenues par les banques centrales de Eurosystem : l'intensité carbone moyenne de leurs portefeuilles de titres d'entreprises s'est ainsi réduite de 38 % entre 2021 et 2024, et 40 % des émetteurs avaient une bonne note climatique fin 2023.

La portée de cette mesure a cependant été considérablement limitée par la mise en extinction des programmes d'achats d'actifs de la BCE dans le contexte du resserrement de la politique monétaire. Elle n'a ainsi concerné que les réinvestissements, qui ont eux-mêmes été arrêtés fin 2024. Par ailleurs, les obligations d'entreprise ne représentent que 8 % du bilan total de l'Eurosystem, qui est constitué à 85 % d'obligations du secteur public. Le verdissement global demeure donc faible à défaut de stratégie de ciblage des émissions souveraines.

La BCE a fait évoluer son dispositif de collatéral pour y intégrer des considérations climatiques. Lorsqu'elle prête aux banques commerciales pour les refinancer, la banque centrale exige en effet que ces dernières lui remettent des actifs en garantie, des collatéraux, pour pouvoir se rembourser en cas de défaillance. Après avoir étudié plusieurs options concurrentes, le Conseil des gouverneurs a annoncé, le 29 juillet dernier, qu'il appliquerait des décotes aux titres d'entreprises carbonées dans leur valorisation en tant que collatéraux afin de limiter l'exposition de l'Eurosystem aux risques climatiques. La mise en œuvre est attendue pour la fin 2026.

Enfin, la BCE a annoncé qu'elle exclurait de ses achats d'actifs et de son dispositif de collatéraux les titres émis par des entreprises qui ne se conformeraient pas aux exigences de transparence en matière de durabilité imposées par la directive CSRD. Le récent trilogue sur la directive omnibus a cependant acté une très forte restriction du champ d'application de la directive CSRD tout en vidant de sa substance la directive sur le devoir de vigilance.

Si les résultats sont donc limités, les personnes auditionnées ont néanmoins souligné le rôle de « catalyseur » qu'avait pu jouer la BCE, en envoyant un signal fort aux marchés financiers. Ses initiatives pourraient permettre d'améliorer les conditions de financement des entreprises inscrites dans une démarche de durabilité : la perspective que les obligations bien notées sur le plan climatique soient plus susceptibles d'être rachetées par la banque centrale a pu améliorer leur liquidité et, ce faisant, diminuer le rendement exigé par les investisseurs.

M. Henri Alfandari, co-rapporteur. Le rapport s'est ainsi interrogé sur l'opportunité d'aller plus loin dans le verdissement des cadres opérationnels de la politique monétaire, face aux risques de perturbation majeurs pour l'économie européenne, et l'insuffisance des moyens actuellement déployés.

Les investissements demeurent encore très largement en deçà des besoins pour décarboner nos économies et limiter notre dépendance aux énergies fossiles. La Commission estime ainsi qu'il faudrait 620 Md€ d'investissements supplémentaires chaque année, soit 3,7 % du PIB de l'Union européenne pour atteindre l'objectif de 55 % de réduction d'émissions en 2030. Ce n'est pas tant un problème de financement – le stock d'épargne européenne atteint 35 000 Md€ – mais d'allocation des capitaux. Malgré l'adoption d'un arsenal réglementaire fourni pour favoriser l'essor de la finance verte (la taxonomie verte, la directive SFDR qui impose des obligations de transparence en matière de durabilité aux institutions financières, la directive CSRD), la réorientation des financements vers la transition demeure insuffisante.

Le principal obstacle au verdissement du système financier est le manque de rentabilité des projets de transition par rapport à leurs alternatives carbonées. Les investissements verts sont particuliers en ce qu'ils ne permettent pas d'augmenter la production, mais de réaliser des économies d'énergie, dont les gains ne se concrétiseront que dans le futur, et dépendent de l'augmentation du prix du carbone. En parallèle, les pertes dues aux événements climatiques extrêmes et à l'échouage des actifs carbonés sont encore largement sous-estimées. Une étude récente de France Stratégie estime ainsi que, sur les 85 Md€ d'investissements bruts nécessaires chaque année d'ici 2030 pour décarboner le bâtiment et les transports en France, seul un tiers serait rentable sans intervention publique et à prix du carbone constant. Le financement de la transition écologique supposerait dès lors que les acteurs économiques soient disposés à accepter un moindre rendement, en opérant un arbitrage entre rentabilité et soutenabilité. Or, les personnes auditionnées ont constaté que le *greenium* – le moindre coût de financement dont bénéficieraient les projets verts – demeure faible, voire inexistant.

Les marges de manœuvre des États pour améliorer la rentabilité des projets verts apparaissent également limitées. L'augmentation du prix du carbone risque de se heurter à la faible capacité de financement des ménages, et de peser sur la compétitivité des entreprises, dans un contexte de transition non-coordonnée. Et il y a peu d'espace budgétaire disponible pour accorder des subventions à la transition sans menacer la soutenabilité de la dette publique.

Face aux contraintes de la politique budgétaire, la politique monétaire pourrait jouer un rôle plus actif en accompagnant la transition de l'économie par des mesures incitatives. Le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, appelle cependant à ne pas céder à la « tentation de la baguette magique » ou à « l'illusion monétaire selon laquelle les banques centrales pourraient supporter la majeure partie de l'effort ». Il est ainsi crucial de préserver l'indépendance et la crédibilité de la banque centrale, pour lui permettre de garantir un environnement économique stable, indispensable à la réalisation de la transition. Il ne faut pas non plus surestimer l'efficacité climatique de la politique monétaire, qui aurait une incidence bien plus faible que les instruments budgétaires, fiscaux ou réglementaires.

Les mesures de verdissement supplémentaires devraient donc être finement calibrées pour optimiser leur impact climatique tout en préservant l'efficacité de la politique monétaire et la stabilité des prix. Plusieurs options opérationnelles semblent particulièrement intéressantes, et pourraient être mises en œuvre par la BCE sans modifier les traités.

Une discussion devrait être engagée sur le relèvement de la cible d'inflation de 2 % à 3 %, comme le préconisent notamment Olivier Blanchard ou Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz. Cela donnerait à la BCE davantage de marges de manœuvre face aux fluctuations économiques liées à la transition et au réchauffement climatique, tout en réduisant le taux d'intérêt réel, ce qui favoriserait l'investissement.

La BCE pourrait également offrir des conditions de refinancement plus avantageuses aux banques qui accordent des prêts verts à taux réduit. Cette mesure pourrait s'inspirer des TLTRO, les opérations ciblées de refinancement à long terme mises en place par la BCE entre 2014 et 2024 pour permettre aux banques de se refinancer à taux plus faibles si elles maintenaient leur volume de crédit à l'économie réelle. D'autres banques centrales ont mis en place des lignes préférentielles de refinancement pour les crédits verts, comme au Bangladesh ou en Chine. Selon Bpifrance, des « TLTRO verts » constitueraient un véritable accélérateur de la transition, en répondant aux deux contraintes dont pâtissent les investissements verts, des rendements plus faibles et un horizon de long terme. Une différenciation de l'ordre de 200 points de base permettrait d'améliorer entre 24 et 54 % la rentabilité des énergies renouvelables.

Enfin, la BCE pourrait amplifier le verdissement de ses portefeuilles d'actifs existants en agissant sur le stock de titres sans attendre qu'ils arrivent à expiration. Il est également essentiel de réfléchir aux moyens d'inclure les titres du secteur public dans la stratégie de verdissement, dans l'hypothèse du retour d'une politique monétaire accommodante. Cela supposerait de disposer d'un cadre harmonisé pour identifier les obligations souveraines vertes.

La mise en place de telles mesures pourrait être encouragée par des réformes institutionnelles, qui permettraient de mieux appréhender les conséquences

économiques de la politique monétaire. Les économistes Jeens van't Klooster et Nik de Boer ont suggéré que le Conseil, le Parlement européen et la Commission européenne puissent clarifier les objectifs secondaires de la BCE, pour lui offrir un cadre politique de référence à partir duquel interpréter son mandat secondaire, sans prescription. L'économiste Éric Monnet propose, pour sa part, de créer un Conseil européen du crédit, une instance délibérative qui apporterait son expertise au Parlement européen sur l'incidence de la politique monétaire.

La faisabilité des mesures opérationnelles évoquées suppose cependant que la BCE dispose d'informations standardisées, certifiées et comparables sur l'exposition des agents économiques aux risques climatiques et leur impact sur l'environnement. La directive Omnibus, sur le point d'être adoptée, est à cet égard inquiétante, par le détricotage de la directive CSRD sur les obligations de publication d'informations en matière de durabilité, et de la directive sur le devoir de vigilance, qu'elle propose.

Une simplification était certes indispensable, au regard des charges administratives que faisait peser la directive CSRD sur les entreprises concernées, avec l'obligation de renseigner plus de 1 200 points de données, dont beaucoup n'étaient pas essentiels ou directement mobilisables. Le choix de la Commission de privilégier une réduction de 80 % du champ des entreprises concernées risque cependant de réduire drastiquement la quantité d'information disponible. La suppression de l'exigence que les entreprises mettent en œuvre leur plan de transition risque également de limiter l'utilité dudit plan, à un moment où il est crucial de disposer de données prospectives pour accompagner la transformation du brun au vert plutôt que de soutenir les seules activités déjà propres. La BCE a exprimé ses préoccupations sur les risques qui en résulteraient pour la stabilité financière dans un avis spontané rendu en mai dernier.

Alors que les négociations touchent à leur terme, nous soutenons pleinement la position française, qui consiste à privilégier une simplification très substantielle des informations demandées, pour ne garder que les plus importantes, tout en maintenant un large champ d'application de ces directives. C'est une condition essentielle pour que le secteur financier puisse accompagner la transition et anticiper correctement les risques associés au dérèglement climatique.

L'exposé des rapporteurs a été suivi d'un débat.

Mme Constance Le Grip (EPR). Le sujet que vous traitez dans votre rapport d'information est aussi vaste que crucial, tant le réchauffement climatique est une réalité établie et étayée par les rapports scientifiques les plus sérieux. Il affecte directement nos économies et nos entreprises, par ses effets sur la croissance, l'investissement, la stabilité financière et la dynamique des prix. Les exemples en sont nombreux : les événements climatiques extrêmes mettent à mal la production agricole – la quasi-totalité des pays européens a été confrontée à des épisodes de stress hydrique –, perturbent les chaînes de valeur, et renchérissent les coûts d'assurance, pesant sur les finances des entreprises et des ménages. Les tensions sur

l'énergie, aggravées par la situation géopolitique, contribuent également à renforcer la volatilité des prix.

Nos entreprises intègrent depuis plusieurs années ces enjeux dans leur stratégie, à travers la responsabilité sociale des entreprises (RSE), qui s'inscrit dans un cadre aussi bien national qu'européen. De plus en plus, les entreprises anticipent leurs risques climatiques et, pour certains secteurs, la nécessité d'adapter leur modèle économique. Ce ne sont pas seulement des contraintes, mais des leviers de compétitivité, de résilience et d'attractivité. Il y a, en la matière, une dynamique de marché intéressante qu'il nous faut accompagner.

J'ai une question concernant le rôle et la responsabilité de la Banque centrale européenne face au réchauffement climatique. Vous écrivez, à la page 72 du rapport, que l'une des marges de manœuvre dont disposerait la banque centrale pour accentuer son soutien au financement de la transition écologique serait l'éventuel relèvement de la cible d'inflation de 2 à 3 %, comme le préconise Olivier Blanchard, ou comme l'envisagent Jean Pisani-Ferry et Selma Mahfouz. Vous rappelez que la Direction générale du Trésor s'oppose à cette idée, que vous jugez intéressante tout en la qualifiant d'hétérodoxe. Ce serait quand même une rupture significative par rapport au cadre actuel de la politique monétaire européenne. Quelles seraient les conséquences à moyen et long terme d'un tel rehaussement de la cible d'inflation ?

M. Gabriel Amard (LFI). Ce rapport met à nu une politique monétaire qui ne tient plus face au dérèglement climatique. Cette politique fait la part belle à une fiction, celle de l'indépendance de la Banque centrale européenne, présentée comme un gage de neutralité ou de stabilité. Or l'histoire économique nous enseigne l'exact inverse : la monnaie n'a jamais été neutre, elle est toujours orientée, toujours au service d'un modèle de société. Au sortir de la Seconde guerre mondiale, les banques centrales étaient placées sous contrôle politique. Elles finançaient la reconstruction, l'investissement, l'intérêt général. Ce n'est qu'à partir des années 1980, dans le sillage du tournant néolibéral, que leur indépendance a été sacralisée, non pour protéger les peuples, mais pour soustraire les banques centrales au débat démocratique.

Selon nous, l'indépendance des banques centrales devient aujourd'hui un obstacle, comme le rapport le démontre en creux. Le dérèglement climatique affecte directement l'inflation, la stabilité financière et la croissance. Il rend la politique monétaire elle-même plus incertaine mais aussi plus violente socialement. Continuer à prétendre que la banque centrale pourrait rester hors-sol, hors du politique, c'est refuser de regarder la réalité en face. Sous couvert de neutralité, la BCE a longtemps favorisé les secteurs les plus carbonés car ce sont eux qui émettent le plus de titres financiers. La neutralité de marché est devenue une neutralité contre le climat.

Nous devons donc assumer une rupture claire : la banque centrale doit être placée sous contrôle démocratique. Elle doit être au service d'objectifs politiques

explicitement définis. Elle doit contribuer à organiser nos sociétés pour qu'elles puissent vivre avec le réchauffement climatique, en finançant massivement l'adaptation, la transition, les services publics, les biens communs. C'est une exigence démocratique : ce sont les citoyens qui doivent décider ce qui est finançable ou non. Comme l'écrivait Antonio Gramsci, « la crise consiste précisément dans le fait que l'ancien meurt et que le nouveau ne peut pas naître ». À nous de faire naître une politique monétaire enfin au service du vivant, du peuple et de l'avenir.

Mme Nathalie Coggia (EPR). Concernant la proposition de MM. Blanchard et Pisani-Ferry de relever la cible d'inflation de la Banque centrale européenne, je crois comprendre que cela impliquerait un changement des traités. Pourriez-vous indiquer quel serait le processus juridique ? S'agissant du financement de la transition écologique, vous arrivez à la conclusion que les leviers fiscaux, réglementaires et budgétaires sont probablement les plus adaptés. Pourriez-vous préciser quels dispositifs seraient mobilisables au-delà de la politique monétaire ?

M. Henri Alfandari, co-rapporteur. Il ne vous aura pas échappé que nous sommes deux co-rapporteurs et que nous ne nous situons pas sur le même segment idéologique. En ce qui concerne le relèvement de la cible de l'inflation, ce n'est pas la proposition avec laquelle je suis le plus en accord.

Je sors néanmoins de ce travail avec beaucoup d'ambivalence. J'entends que la BCE peut prendre en charge les risques climatiques dans le cadre de son mandat. Avant de considérer l'émission de monnaie ou d'utiliser d'autres leviers monétaires, nous avons cependant le devoir de mobiliser l'épargne des Européens pour financer les transitions – rappelons toutefois qu'il s'agit d'investissements dont la rentabilité est faible, voire nulle, c'est bien tout le problème. La BCE peut également agir à travers la politique prudentielle ou par la mise en place de politiques monétaires non conventionnelles, telles que le *quantitative easing* – tout cela fait partie de son mandat. J'entends aussi qu'une banque centrale ne peut pas faire n'importe quoi avec son bilan, et que personne ne sait quel est le seuil à partir duquel la situation basculerait. En tout cas, toutes les personnes auditionnées nous ont dit que la banque centrale disposait des outils nécessaires pour agir, et qu'il était urgent que rien ne change.

Mais fait-on face, ou non, à un moment exceptionnel ? Comme notre collègue Gabriel Amard l'a rappelé, après la guerre, la politique monétaire a soutenu la reconstruction, en finançant des actifs productifs. D'autres zones économiques utilisent la politique monétaire pour impulser des politiques publiques. S'il y a une urgence à investir dans la transition, mais que nous peinons à mobiliser les capitaux privés et les politiques publiques pour réaliser ces investissements, alors même que le coût ultérieur sera bien supérieur, il faut réfléchir à d'autres moyens d'intervention.

Cela pose effectivement la question du lien avec le politique, *a minima* avec la démocratie. Il faut assurer la compréhension et l'acceptabilité des politiques monétaires qui sont menées. Nous invoquons tous, systématiquement, la souveraineté ; or, le premier attribut du souverain, c'est de frapper monnaie.

Vous avez soulevé la question de la pertinence relative des leviers fiscaux et budgétaires. Pour ma part, je suis de plus en plus mal à l'aise avec cette approche, qu'illustrent bien les inaugurations dans nos collectivités, lorsque chacun arrive avec son logo et sa subvention. Je rappelle qu'il n'y a qu'un seul contribuable. Que le coût soit supporté par le producteur ou par le consommateur, par la politique budgétaire, par la politique fiscale, ou par la politique monétaire, c'est toujours le travail des gens qui paye à la fin. Soyons lucides sur ce point.

S'agissant de la proposition de relever la cible d'inflation de 2 % à 3 %, cela peut présenter un intérêt, notamment parce que cela augmente la quantité de liquidités. Pour ma part, je rejoins plutôt la position de la Direction générale du Trésor : ça me paraît peu souhaitable dans une période où la crédibilité de la politique monétaire pourrait être mise en jeu.

Je crois qu'il faut vraiment se concentrer sur le sujet central, qui est celui du lien entre le politique et la politique monétaire dans des moments exceptionnels. Peut-être pouvons-nous ouvrir une telle période d'exception, à condition de savoir la refermer – en France, nous avons montré que nous avons certaines difficultés à le faire.

Mme Danièle Obono, co-rapporteuse. Je voudrais revenir sur le relèvement de la cible d'inflation. Même si elle fait débat, cette proposition reste intéressante à mon sens.

Les économistes qui portent cette idée rappellent que le coût du capital ne dépend pas tant des taux d'intérêt nominaux que des taux réels, c'est-à-dire les taux nominaux moins l'inflation. Une hausse de l'inflation, lorsqu'elle n'est pas totalement compensée par une hausse équivalente des taux d'intérêt, réduit ainsi le coût du capital et la charge de la dette. Ce fut notamment le cas après la Seconde guerre mondiale ou après la crise du covid, où le regain d'inflation a contribué à faire fondre la dette.

Il pourrait donc être intéressant de relever la cible tout en la maintenant à un niveau modéré – nous parlons de passer de 2 à 3 % seulement. Si cela est fait prudemment, avec doigté, cela pourrait donner une forme de respiration. Il ne serait pas nécessaire de modifier les traités, puisque la détermination de la cible d'inflation relève du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne. Il faut aussi rappeler que le dérèglement climatique représente à moyen terme un risque inflationniste bien plus important que la hausse modérée d'inflation que nous pourrions accepter aujourd'hui pour favoriser les investissements dans la transition.

Pour ma part, j'ai été assez surprise par le consensus très large qui s'est dégagé sur le fait que la Banque centrale européenne dispose actuellement des

moyens nécessaires pour intervenir face au défi climatique. Elle détient d'ailleurs une certaine avance, au niveau international, dans les initiatives en la matière.

Il est ressorti des auditions que les freins au verdissement de la politique monétaire se trouvent moins du côté de la BCE qu'au niveau politique, notamment dans les nouveaux rapports de force au sein du Parlement européen. Les débats sur les directives dites « omnibus » en sont un bon exemple. La révision de la directive CSRD marque ainsi un recul sur la question fondamentale de la publication de données liées au climat, comme l'ont souligné les gestionnaires d'actifs que nous avons entendus. Le *reporting* en matière de durabilité soulève aujourd'hui un véritable problème de souveraineté, en ce que les données sont très majoritairement produites par des entreprises américaines, dont les standards ne sont pas les mêmes qu'en Europe, et ce d'autant plus dans le contexte géopolitique actuel. Cela pose la question de la maîtrise des normes qui encadrent l'établissement de ces données essentielles à l'évaluation des entreprises.

Nous partageons le constat d'une nécessaire simplification des exigences de *reporting* pour les petites et moyennes entreprises. Ces entreprises n'ont pas les moyens dont disposent les grandes structures pour consacrer du temps, de l'énergie et des postes à ce travail. Ces données sont néanmoins cruciales pour mesurer les risques climatiques, et nous avons noté une réelle volonté des acteurs économiques de s'engager dans ce travail. Or, les choix politiques opérés dans le cadre des directives omnibus, sous couvert de simplification, ont rendu plus difficile l'appréhension des risques climatiques, sans permettre de traiter la question de la souveraineté en matière de publication de données.

Enfin, je voudrais souligner que, si la question de l'indépendance des banques centrales mérite d'être reposée, l'enjeu central demeure le volontarisme politique. Au-delà des initiatives prises par la Banque centrale européenne, la Commission, le Parlement européen et le Conseil, qui pourraient certes aller plus loin, ce sont bien les États qui, par leurs choix, détermineront la capacité de l'Union européenne et de la zone euro à faire face au défi climatique.

Le consensus qui a permis aux instances de la BCE d'intégrer la question climatique constitue un signal positif montrant que l'on peut aller plus loin. Il appartient désormais aux États et aux gouvernements de mettre ces enjeux à l'ordre du jour, dans un contexte géopolitique où l'Union européenne a un rôle particulier, notamment au regard du recul opéré par les États-Unis.

M. Henri Alfandari, co-rapporteur. Je souhaiterais faire deux dernières remarques. Tout d'abord, je précise que ce rapport s'inscrit dans la continuité d'un précédent rapport d'information que j'avais présenté sur l'évolution du marché des crédits carbone au niveau européen. Ces travaux avaient déjà soulevé la question de l'efficacité de nos indicateurs, qui se repose aujourd'hui dans les débats sur la directive omnibus, et notamment le fait qu'ils puissent être audités et servir de référence commune dans nos rapports commerciaux avec d'autres zones économiques. Les standards que nous élaborons pour nous doivent pouvoir être

utilisés par la Chine, ou d'autres, et constituer des supports aux échanges internationaux. Si nous produisons un système que tout le monde nous envie mais que personne ne reprend, cela ne fonctionnera pas. Il faut que nous parvenions à construire des indicateurs que nous partagions entre les grandes zones économiques mondiales et qui puissent faire référence.

S'agissant du second point, autant je ne suis pas favorable à ce que nous utilisions la politique monétaire pour financer directement nos services publics, car je pense qu'ils doivent être financés par l'impôt sur la base d'une décision collective, autant il serait intéressant de disposer d'un mécanisme permettant d'investir très lourdement et très rapidement dans les infrastructures comme le rail, l'énergie, les réseaux, l'eau. Cela permettrait de réaliser la décarbonation et de rendre des services concrets à nos entreprises, qui pourraient revenir dans la compétition mondiale. Cela pourrait aussi générer de l'emploi, de l'espoir, et la natalité dont notre continent européen a besoin. À terme, ces investissements auront même une véritable rentabilité.

La commission autorise le dépôt du rapport d'information en vue de sa publication.

SYNTHÈSE DES PROPOSITIONS

Recommandation n° 1 : prévoir dans la réglementation prudentielle bancaire (CRR3 et CRD6) la réalisation de stress tests climatiques réguliers, fondés sur une méthodologie consolidée, et dont les résultats seront rendus publics.

Recommandation n° 2 : réviser les textes CRR3, CRD6 et Solvabilité 2 pour différencier les ratios prudentiels applicables aux institutions financières en fonction de leur exposition aux risques climatiques afin d'encourager la réorientation des flux financiers et de renforcer leur résilience face aux chocs.

Recommandation n° 3 : soutenir l'adoption d'un plan européen pour le financement de l'adaptation au changement climatique, fondé sur une évaluation approfondie des besoins d'investissement pour augmenter la résilience de l'économie face aux chocs climatiques

Recommandation n° 4 : réviser le règlement SFDR afin d'assurer que les produits catégorisés comme durables ou ESG respectent des seuils minimaux de durabilité et de renforcer leur cohérence avec la taxonomie européenne, dans l'objectif de prévenir les risques d'écoblanchiment.

Recommandation n° 5 : dans le cadre de la révision de la directive CSRD et de la directive sur le devoir de vigilance en matière de durabilité, privilégier la diminution de la quantité d'informations extra-financières demandées plutôt qu'une restriction du champ des entreprises concernées. Rétablir l'obligation de mise en œuvre du plan de transition pour permettre l'utilisation de ces derniers dans l'évaluation de la trajectoire de transition des entreprises et faciliter le financement des activités de transition.

Recommandation n° 6 : favoriser l'appropriation par les émetteurs souverains du standard réglementaire d'obligations vertes européennes afin de permettre le verdissement du portefeuille de titres publics de la BCE sur la base d'un cadre fiable et harmonisé.

Recommandation n° 7 : demander à la BCE la conduite d'une étude ou la publication d'un *working paper* afin de préciser comment un éventuel nouveau programme d'assouplissement quantitatif, en cas de crise future, pourrait être conçu de manière plus respectueuse des objectifs climatiques que les programmes de QE précédents.

Recommandation n° 8 : mettre en place un Conseil européen du crédit, organe consultatif qui aurait pour vocation d'éclairer le Parlement sur les conséquences économiques et climatiques des choix de politique monétaire et de favoriser une meilleure coordination des différentes politiques européennes qui influent sur l'allocation du crédit entre les différents secteurs de l'économie.

Recommandation n° 9 : instaurer une coordination renforcée entre les institutions européennes afin de clarifier les priorités économiques de l'Union et d'éviter que la Banque centrale européenne ne définisse seule le contenu de ses objectifs secondaires, de manière à concilier les exigences juridiques de l'article 127, paragraphe 1, du TFUE avec les impératifs de légitimité démocratique.

ANNEXE 1 : LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES

SECTEUR PUBLIC

Banque de France

- Mme Agnès Bénassy-Quéré, Seconde Sous-gouverneure
- M. Jean Boissinot, directeur d'études et d'analyse des risques
- M. Matthieu Lemoine, directeur-adjoint de la direction des enquêtes de conjoncture et des analyses microéconomiques et structurelles
- M. Gabriel Prégauca, chargé de mission

Direction générale du Trésor.

- Mme Nathalie Georges, cheffe du Service des Prévisions macro-économiques et des Affaires européennes (SPMAE)
- M. David Berthier, chef du bureau Europe 1
- M. Ivan Salin, adjoint au bureau Europe 1

Agence France Trésor

- M. Antoine Deruennes, directeur général
- Mme Victoire Corre, responsable finance durable

Commission européenne

Direction générale de l'action pour le climat (DG CLIMA)

- M. Serge Giacolotto, responsable politiques publiques à l'unité financement climatique
- Mme Vicky Pollard, cheffe de l'unité Prospective, analyse économique et modélisation
- M. Alban Kitous, chef d'unité adjoint
- M. Quentin Dupriez, expert

Direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN)

- M. Massimo Suardi, directeur chargé des politiques macroéconomiques

Banque centrale européenne

- Mme Irene Heemskerk, directrice du centre du changement climatique
- M. Gilles Noblet, directeur général adjoint aux relations internationales et européennes

Bpifrance

- M. Jean-Yves Caminade, directeur financier
- Mme Isabelle Alvertalli, directrice « Climat »
- M. Jean-Baptiste Marin-Lamellet, directeur des relations institutionnelles

SECTEUR PRIVÉ

Association française de la gestion d'actifs (AFG)

- Mme Mirela Agache-Durand, vice-présidente
- Mme Laure Delahousse, directrice générale
- Mme Delphine de Chaisemartin, directrice générale adjointe
- Mme Adina Gurau-Audibert, directrice des expertises

Association française des entreprises privées (Afed)

- M. Nicolas Boquet, directeur Environnement, Énergie et Climat
- M. Nicolas Ragache, chef économiste
- M. Lé Quang Tran Van, directeur des affaires financières
- Mme Amina Tarmil, responsable des affaires parlementaires France

Fédération bancaire française

- M. Étienne Barel, directeur général délégué de la FBF
- M. Sébastien Soleille, directeur du département finance durable de la FBF
- M. Jérôme Pardigon, directeur relations institutionnelles

Crédit coopératif

- M. Pascal Pouyet, directeur général
- Mme Julie Martinat, directrice de cabinet

Institut de la finance durable

- Mme Cécile Goubet, directrice générale
- M. Nicolas Lancesseur, directeur du climat et de l'environnement

Helios

- M. Florian de Bon, VP Innovation et affaires publiques

Green Got

- M. Andrea Ganovelli, associé et CEO
- M. Ruben Longin, community manager

ASSOCIATIONS ENVIRONNEMENTALES

Positive Money

- M. Philippe Ramos, advocacy officer France

Reclaim Finance

- Mme Clarisse Murphy, chargée de campagne banques centrales
- M. Paul Schreiber, senior policy advisor

Sustainable Finance Lab

- M. Stanislas Jourdan, chercheur associé, spécialiste des banques centrales et de la finance durable
- M. Mark Sanders, professeur d'économie internationale, Maastricht University

CHERCHEURS

Mme Jézabel Couppey-Soubeyran, professeure d'économie à l'Université Paris 1, conseillère scientifique à l'Institut Veblen, spécialiste d'économie monétaire et financière

Mme Laurence Scialom, professeure d'économie à l'Université Paris Nanterre, spécialiste de macroéconomie et des marchés financiers, membre du conseil scientifique de la Fondation pour la nature et l'homme

M. Éric Monnet, professeur d'économie à l'École d'économie de Paris et directeur d'études à l'EHESS

M. Cédric Durand, professeur associé en économie politique à l'Université de Genève, membre de l'Institut La Boétie

M. Alain Grandjean, économiste de l'environnement, associé et fondateur avec Jean-Marc Jancovici de Carbone 4, cabinet de conseil et d'études spécialisé dans l'adaptation au changement climatique, membre du Haut Conseil pour le climat entre 2018 et 2024

ANNEXE 2 : CONTRIBUTIONS

CONTRIBUTION PRÉSENTÉE PAR M. HENRI ALFANDARI

Le défi climatique impose une transformation rapide et profonde de notre économie. Pour atteindre les objectifs ambitieux fixés par le Pacte vert pour l'Europe, et réduire de 55 % nos émissions d'ici 2030, nous devons mener à bien la décarbonation de nos outils de production. Nous n'avons pas le luxe du temps long : chaque année d'inaction renchérit le coût du changement climatique, qui pourrait entraîner jusqu'à 15 % de perte de PIB au niveau mondial en 2050.

Encore faut-il choisir les bons instruments, car la transition ne saurait se résumer à la pénalisation du monde d'hier. La hausse du prix du carbone, combinée à l'empilement de normes et de contraintes réglementaires, fait peser un risque réel sur la compétitivité des entreprises européennes, sans permettre de réduire efficacement les émissions au niveau global du fait des risques de contournement et de fuite de carbone. Nous n'atteindrons nos objectifs climatiques qu'en conduisant en parallèle une véritable politique industrielle : il nous faut investir massivement dans le développement des industries vertes pour faire de la transition un levier de souveraineté énergétique, de réindustrialisation de nos territoires, de création d'emplois qualifiés et de richesse durable.

Cette transformation suppose des investissements considérables, chiffrés à 620 Md€ supplémentaires par an par la Commission européenne. Compte tenu des contraintes qui enserment les finances publiques, la priorité doit être la mobilisation des capitaux privés, à commencer par les 35 000 Md€ d'épargne européenne. Ces dernières années, la réglementation européenne et la politique prudentielle de la Banque centrale européenne ont permis de donner une impulsion décisive pour développer une véritable culture de gestion des risques climatiques au sein du secteur financier. Toutefois, dans un monde où coexistent des énergies fossiles encore peu chères et des technologies décarbonées plus coûteuses, les projets verts continueront de pâtir d'un déficit structurel de rentabilité, qui limitera leur capacité à attirer des financements privés.

Cela conduit naturellement à interroger le rôle que pourrait jouer la politique monétaire. Dans le cadre de son mandat, la Banque centrale européenne a pu mettre en place de premières mesures climatiques, qui ont joué un rôle de catalyseur pour le système financier. La double urgence que constituent le défi climatique et la préservation de notre compétitivité, doit nous conduire à repenser certains de nos paradigmes. En temps de guerre ou de reconstruction, les banques centrales ont su s'impliquer pleinement pour soutenir l'effort collectif. Dans d'autres zones économiques, les autorités monétaires interviennent déjà de manière ciblée pour accompagner priorités stratégiques.

La crise climatique constitue désormais un nouveau front, qui interroge l'ouverture d'un nouveau cycle, ou d'une période d'exception. Elle invite en tout cas à rendre à la monnaie sa pleine dimension politique. Sans remettre en cause l'indépendance de la BCE, il pourrait être pertinent d'explorer des mécanismes exceptionnels, articulés avec les grandes banques publiques d'investissement, pour orienter davantage de financements vers la transformation de notre appareil productif et le développement des infrastructures clés, tels que les réseaux ferroviaires, énergétiques, et hydriques. Les *Green TLTRO*, qui permettraient aux banques de se refinancer auprès de la BCE à un taux plus bas pour financer les projets de transition, constituent une piste particulièrement intéressante.

Une telle évolution doit néanmoins s'envisager avec prudence. Un déséquilibre entre la masse monétaire et l'économie réelle pourrait entraîner une spirale inflationniste, et personne ne saurait identifier avec certitude le point de bascule. Le mandat étroit de la Banque centrale européenne est au fondement de sa crédibilité, une crédibilité plus précieuse que jamais dans un contexte international de plus en plus instable. Toute réflexion sur un rôle élargi de la politique monétaire doit donc s'inscrire dans un cadre rigoureux, limité et clairement défini.

Le verdissement de la politique monétaire renvoie in fine à la question de l'efficacité de nos indicateurs environnementaux, telle qu'elle se posait déjà dans le cadre d'un rapport d'information sur le marché carbone européen que j'ai présenté. La directive CSRD, avec son millier de points de données à renseigner, est devenue le symbole d'une folie réglementaire européenne, qui se traduit par un alourdissement continu des charges administratives qui pèsent sur les entreprises. S'il est indispensable de mieux mesurer les risques climatiques et les dommages environnementaux, nos indicateurs doivent rester opérationnels, comparables et exportables.

Nous ne réduirons les émissions globales qu'en accompagnant la transition de l'ensemble de l'économie, en embarquant le plus grand nombre d'entreprises autour de quelques indicateurs environnementaux essentiels, et en convainquant nos partenaires de nous emboîter le pas. Plutôt que de bâtir un modèle que tout le monde admire mais que personne ne reprend, l'Union européenne devrait prendre l'initiative de standards internationaux susceptibles d'être adoptés dans d'autres zones économiques et de servir de référence commune dans les échanges.

**CONTRIBUTION PRÉSENTÉE PAR MME DANIELÈ OBONO,
AU NOM DU GROUPE LA FRANCE INSOUmise**

L'urgence de bifurquer

Le changement climatique constitue aujourd'hui l'une des menaces les plus graves auxquelles l'humanité et l'ensemble du vivant sont confrontés. Les travaux scientifiques, en particulier ceux du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), ainsi que les rapports de nombreuses organisations non gouvernementales, alertent depuis plusieurs décennies maintenant sur ses conséquences déjà visibles, durables et potentiellement irréversibles.

Or, dix ans après l'Accord de Paris, l'objectif central de limitation du réchauffement climatique à 1,5 °C d'ici la fin du siècle apparaît désormais hors de portée. Aucun État membre de l'Union européenne n'a formulé des engagements compatibles avec une trajectoire respectant ce seuil. Cette inaction collective se traduit par une intensification des événements climatiques extrêmes : canicules plus fréquentes et plus longues, sécheresses structurelles, inondations destructrices, incendies de grande ampleur. Ces phénomènes tendent à devenir la norme dans de nombreuses régions du monde, et l'Europe est en première ligne.

Les données récentes indiquent une aggravation de la situation. Selon le service européen Copernicus, l'année 2025 devrait devenir la deuxième année la plus chaude jamais enregistrée à l'échelle mondiale. Le seul mois de novembre écoulé se classe déjà comme le troisième mois de novembre le plus chaud depuis le début des relevés. Ces chiffres traduisent une accélération du réchauffement global, bien au-delà des scénarios les plus prudents envisagés il y a encore quelques années.

Parallèlement à la crise climatique, l'érosion de la biodiversité atteint un niveau alarmant. Les scientifiques spécialistes du vivant et les évaluations internationales soulignent un message central : la biodiversité décline partout dans le monde, sous l'effet combiné du changement climatique, des pollutions, de la déforestation et de l'artificialisation des milieux. Entre 1970 et 2020, la taille moyenne des populations d'animaux sauvages a chuté de 73 %. Des espèces emblématiques, pourtant essentielles à l'équilibre des écosystèmes, voient leurs effectifs s'effondrer, compromettant les conditions mêmes de la vie humaine sur Terre.

Règles et planification écologiques

Face à cette double crise climatique et écologique, il apparaît de plus en plus clairement que des ajustements marginaux du système économique existant sont insuffisants. La situation impose une rupture profonde avec la logique de l'« argent-roi », qui subordonne les choix collectifs à la rentabilité financière de court terme.

La construction d'une société résiliente, fondée sur l'harmonie entre les êtres humains et avec la nature, suppose un renversement des priorités qui inscrive la

préservation des conditions de vie au sommet de la hiérarchie des normes. La règle verte, qui postule de ne pas prélever sur la nature plus de ressources renouvelables que ce qu'elle peut reconstituer, ni de produire plus de pollutions et de déchets que ce qu'elle peut supporter, et la règle bleue (application de la règle verte à l'eau pour son usage et pour la protection de sa qualité), doivent être constitutionnalisées et devenir les fondements des politiques nationales et européennes.

Nous devons changer les modes de production, de consommation et d'échange. Tout cela doit être organisé. La planification écologique est un outil central. Gouverner par les besoins, plutôt que par les seuls signaux du marché, implique de définir démocratiquement des objectifs, des priorités et un calendrier de transformation. Une telle planification ne peut être effective si les marchés financiers continuent d'agir sans contrainte, orientant massivement les flux de capitaux vers des activités incompatibles avec les limites planétaires.

Le dérèglement est le produit direct d'un modèle de développement économique ignorant les limites planétaires. Pendant des décennies, l'activité économique a été pensée comme si la nature constituait à la fois un réservoir inépuisable de ressources. Il nous faut engager une transformation profonde du système financier afin qu'il soit mis au service de l'intérêt général et des citoyennes et citoyens, et non l'inverse. Ces changements supposent de sortir de la logique du capital et de ses circuits financiers autonomisés, pour réinscrire la finance dans un cadre politique et démocratique.

Changer de paradigme

Si le constat de la crise est aujourd'hui largement partagé, les réponses à y apporter divergent. Pour les tenants de la « finance verte », la tentation est grande de « verdir » le système existant en faisant de l'environnement et de la biodiversité de nouveaux actifs économiques. Or, il ne s'agit pas de faire entrer la nature dans l'économie, mais bien d'intégrer l'économie dans la nature.

Ce changement de perspective ouvre la voie à une remise en cause plus fondamentale encore : celle de l'impératif de croissance du produit intérieur brut (PIB). Continuer à mesurer la « santé » des économies à l'aune de la seule augmentation de la production et de la consommation relève d'une profonde irrationalité, dès lors que cette croissance alimente les déséquilibres écologiques et sociaux.

Les partisans de la « croissance verte » parient sur un découplage entre la croissance du PIB et les émissions de gaz à effet de serre rendu possible par le progrès technologique. Mais les émissions mondiales continuent d'augmenter, même lorsque leur croissance ralentit. D'autre part, dans les régions où elles diminuent – notamment en Europe –, le rythme de baisse reste très insuffisant pour respecter les objectifs climatiques.

Le climat n'est qu'une des neuf limites planétaires, dont sept sont déjà dépassées, notamment celles relatives à la biodiversité, au cycle de l'eau, à

l'acidification des océans et aux pollutions. Il faut une politique globale de l'ensemble de ces dimensions.

Le rôle majeur des banques centrales

Dans ce contexte, les banques centrales ont un rôle majeur à jouer dans la prise en compte des risques financiers liés au climat. Or, les principaux moteurs des risques liés à la nature – dégradation des écosystèmes, perte de biodiversité, pollutions multiples – demeurent absents de la réglementation et de la supervision financière. Pourtant, la crise climatique a une dimension macroéconomique directe.

Son impact inflationniste est appelé à s'aggraver dans les décennies à venir, sous l'effet des chocs d'offre, de la raréfaction des ressources, de l'augmentation des coûts agricoles et énergétiques. Dans ces conditions, préserver la stabilité des prix – mission primaire de la Banque centrale européenne (BCE) – exigera de plus en plus de lutter activement contre la catastrophe climatique elle-même.

Il ne reste que cinq ans pour atteindre les objectifs mondiaux à l'horizon 2030 en matière de climat, de nature et de développement. Une action réglementaire décisive est donc indispensable pour orienter le système financier vers un avenir neutre en carbone, positif pour la nature et socialement équitable. Les coûts de l'inaction dépasseront largement ceux d'une intervention précoce.

Si les initiatives de la BCE pour faire face au défi climatique constituent des étapes essentielles, elles demeurent insuffisantes, et pour partie inadaptées, au regard de l'ampleur des risques systémiques.

Le trilogue autour de la directive Omnibus a acté un recul inquiétant, notamment par une très forte réduction du seuil d'application de la directive sur le *reporting* de durabilité des entreprises (CSRD) et vide de sa substance la directive sur le devoir de vigilance (CS3D). Les principaux moteurs des risques liés à la nature – changements d'usage des terres, de l'eau douce et des mers, exploitation directe des écosystèmes, pollutions – restent largement absents des cadres monétaires et macroprudentiels. Tant que ces dimensions ne seront pas pleinement intégrées, les vulnérabilités systémiques continueront de s'accumuler.

Les prochaines années seront déterminantes. Face à l'urgence climatique et écologique, l'Union européenne et ses institutions doivent se placer à l'avant-garde de la protection des écosystèmes, tout en assurant des conditions de vie dignes pour toutes et tous. Nous en avons les moyens financiers, techniques et humains. L'intérêt général de l'humanité l'exige.

Les propositions de LFI

- Acter la défaillance du marché carbone (SEQUE-UE) et instaurer une véritable planification de la réduction des émissions des secteurs énergétiques et industriels par le biais d'objectifs sectoriels contraignants et d'un objectif de réduction des émissions conforme au respect de l'Accord de Paris, notamment en appliquant le principe pollueur-payeur pour les entreprises.

- Lancer un plan européen de bifurcation écologique et sociale en faveur de l'agriculture, de la rénovation des logements, ainsi que du développement des énergies renouvelables et du transport ferroviaire de personnes et de marchandises.
- Fixer à la Banque centrale européenne (BCE) de nouveaux objectifs prioritaires comme la lutte contre les inégalités et le chômage et le financement de la bifurcation écologique.
- Obliger la BCE à financer les politiques sociales et écologiques des États, en l'autorisant à acheter directement la dette des États sans passer par les banques privées, et en mettant en place une autorisation de découvert des États auprès d'elle (qui ainsi ne devront plus se financer sur les marchés financiers)
- Exiger que la BCE transforme la part de dette des États qu'elle possède en dettes perpétuelles à taux nul.
- Mettre fin à l'indépendance de la BCE et la soumettre à contrôle démocratique. Toute nomination au Directoire sera adoptée par le Parlement européen, doté du pouvoir de le renverser. Toute la stratégie monétaire sera approuvée par le Parlement et le Conseil.
- Contraindre la BCE à intégrer l'Accord environnemental de Paris dans toutes ses actions, en ajoutant des conditionnalités écologiques à l'ensemble de ses programmes et opérations de politique monétaires
- Exiger de la BCE qu'elle baisse ses taux directeurs, afin de diminuer le coût du crédit pour les ménages, les entreprises, les collectivités locales et l'État.
- Ajouter des conditionnalités écologiques et sociales à l'ensemble des programmes monétaires de la BCE et les contraindre à financer l'économie réelle plutôt que la spéculation.
- Transformer la Banque européenne d'investissement (BEI) en une réelle « banque du climat » en accélérant la décarbonation de ses activités de prêt et en conditionnant l'éligibilité des entreprises aux programmes co-financés par la BEI à des critères écologiques et sociaux.