



LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE ET LE *POLICY MIX*

Sebastian Diessner



SOMMAIRE

SYNTHESE	3
1. OSER DIFFERENCIER : LA BCE ET LA TRANSITION ECOLOGIQUE	4
2. S'EFFORCER DE COORDONNER : LA BCE ET LE <i>POLICY MIX</i> DANS LA ZONE EURO	5
BIBLIOGRAPHIE	8



SYNTHESE

Cet article étudie **la manière dont la Banque centrale européenne (BCE) pourrait contribuer à faciliter le financement de la transition écologique**, et la façon dont elle pourrait améliorer son approche en matière de coordination des politiques budgétaires et monétaires. Il le fait à l'aune de la révision récente de son cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire. Il montre qu'en résumé, la BCE doit **oser différencier, et s'efforcer à coordonner**.



1. Oser différencier : la BCE et la transition écologique

La Banque centrale européenne a à la fois la responsabilité et les outils nécessaires pour jouer un rôle déterminant dans le financement de la transition écologique ; et ce, malgré les arguments contraires qui persistent encore, et malgré un débat de plus en plus polarisé à ce sujet (voir les récentes critiques de Frank Elderson ; Politico 2024). Si la banque centrale a explicitement reconnu cette responsabilité dans la révision de sa stratégie de politique monétaire en 2021 (BCE 2021), elle doit encore donner suite à cet engagement en utilisant de manière plus proactive les différents instruments de politique monétaire qu'elle a à sa disposition. De manière générale, la BCE peut recourir à deux types d'outils monétaires dans son cadre opérationnel, qui pourraient (également) être orientés vers une politique de facilitation des investissements nécessaires à la transition écologique : l'achat d'actifs (en spécifiant les conditions de ces achats) et la définition des taux d'intérêt (y compris pour ses facilités de dépôt et ses opérations de prêt à grande échelle).

La BCE - comme la plupart des autres grandes banques centrales, à l'exception notable de la Banque du Japon – a resserré sa politique monétaire pendant la majeure partie de ces deux dernières années, en réponse aux chocs inflationnistes de 2021 et 2022. Elle a, en effet, relevé ses principaux taux d'intérêt de 450 points en l'espace d'un peu moins de 14 mois. Elle a également commencé à réduire son bilan, en diminuant progressivement les réinvestissements dans le cadre de ses programmes d'achat d'actifs et en incitant les banques commerciales à rembourser leurs prêts à long terme de manière anticipée. Le contexte de resserrement de la politique monétaire a souvent été perçu - à tort - comme n'étant pas propice au verdissement de la politique monétaire des banques centrales. Soutenir la transition écologique, selon certains, serait un luxe que l'on ne pourrait se permettre qu'en période de politique monétaire expansionniste ; voire que l'on ne pourrait pas se permettre du tout (Bloomberg 2021 ; Rajan 2023). Cette idée est toutefois erronée, tant en ce qui concerne l'achat d'actifs que la définition des taux d'intérêt (Monnet et van 't Klooster 2023). Ainsi, un principe directeur pour la mise en place de ces deux types d'outils devrait être : la différenciation.

Tout d'abord, en ce qui concerne les achats d'actifs, même si la BCE est actuellement en train de réduire la taille de son bilan, il existe de solides arguments en faveur du maintien d'un portefeuille obligataire structurel à long terme, non seulement pour garantir sa liquidité (Lane 2023), mais aussi pour pouvoir le « cibler à l'aide de critères climatiques » (Välimäki 2024). Les programmes d'achat d'actifs de la BCE devraient ainsi être plus différenciés en faveur de l'achat d'instruments de dette verts. Les achats d'obligations « supranationales » émises par les institutions de l'UE et les banques d'investissement, par exemple, ont été limités à 10 % des achats nets dans le cadre du Programme d'achat du secteur public (PSPP) et du Programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PEPP) dans le passé. Ce seuil est laissé à la discrétion de la BCE. Il pourrait être augmenté (voire supprimé) pour permettre aux banques centrales de l'Eurosystème d'acheter des obligations vertes émises par les banques publiques d'investissements des différents États membres, ou par la Banque européenne d'investissement (BEI). La BEI est en effet, et depuis



longtemps, le plus grand émetteur supranational d'obligations vertes dans le monde (Batsaikhan et Laurentjoye 2020 ; De Santis et al. 2018)¹.

Deuxièmement, concernant la définition des taux d'intérêt, la BCE dispose d'une marge de manœuvre bien plus importante que ce qui est communément admis ; tant en ce qui concerne les taux qu'elle offre sur ses prêts que ceux qu'elle fixe sur les dépôts. Ainsi, la BCE devrait, d'une part, orienter davantage ses opérations de refinancement vers des investissements verts, en offrant aux banques des taux plus bas pour financer les projets de transition des entreprises et des ménages. C'est ce qui a récemment été mis en place par la Bank of Japan (BoJ) avec ses *Climate Response Financing Operations* : en échange de faibles coûts de refinancement, la BoJ exige des banques éligibles qu'elles privilégient des « objectifs [climatiques adéquats] et des résultats réels pour leurs investissements ou leurs prêts » (Banque du Japon 2021 ; voir van 't Klooster 2022). D'autre part, la BCE devrait également différencier davantage ses taux de dépôt, en échelonnant la rémunération des réserves que les banques commerciales détiennent auprès de la banque centrale. Si, de manière générale, l'abaissement de la rémunération des réserves peut contribuer à améliorer la transmission de la politique monétaire et à réduire les transferts à grande échelle dont les banques ont bénéficié tout au long du cycle de resserrement actuel (De Grauwe et Ji 2023), le faire pour les banques ayant une faible proportion de prêts verts permettrait de les inciter à financer davantage la transition écologique (Monnet et van 't Klooster 2023).

En bref, la BCE devrait oser différencier ses opérations de politique monétaire afin de soutenir davantage la transition écologique. Ce principe devrait s'appliquer à la fois à ses programmes d'achat d'actifs qu'à la fixation de ses principaux taux d'intérêt. Cela devrait idéalement se faire en étroite coordination avec les autres acteurs clé de la politique budgétaire et monétaire et de la transition, comme nous le verrons dans la partie qui suit.

2. S'efforcer de coordonner : la BCE et le *policy mix* dans la zone euro

Depuis sa création en 1998, la BCE a fait preuve de scepticisme à l'idée de coordonner ses politiques avec les autres organes décisionnaires de l'Union européenne. Elle a, dans un premier temps, toujours refusé la possibilité de réfléchir à une forme de *policy mix*. Cette attitude s'est dévoilée dans l'un des premiers discours du président de la BCE, Wim Duisenberg, devant le Parlement européen, où il indiquait clairement qu'il ne fallait pas s'attendre à ce que la banque centrale se préoccupe de la coordination des politiques budgétaires et monétaires : « L'Eurosystème soutient l'idée d'un dialogue entre la politique monétaire et les autres domaines d'action (...) Toutefois, un tel dialogue doit être clairement distingué de toute tentative de coordination *ex ante* qui mènerait à un *policy mix* » (Duisenberg 1999 ; voir Braun et al. 2024 ; Diessner 2022). Ce point de vue reflète une interprétation trop stricte du traité de l'UE relative à l'indépendance de la banque

¹ Une mesure encore plus ambitieuse serait que la BCE prête directement à la Banque européenne d'investissement en acceptant les prêts verts comme collatéraux (voir Monnet et van 't Klooster, 2023).



centrale — qui dispose que la BCE « ne sollicite ni n’accepte d’instructions » provenant d’autres institutions européennes ou nationales (article 130 du TFUE) —, suggérant à tort que l’indépendance de la banque centrale est incompatible avec la coordination des politiques budgétaires et monétaires (Diessner 2019 ; 2023 ; van ‘t Klooster et de Boer 2023 : 740, et les sources citées dans ce document).

Au fil des années, et en particulier depuis la crise de la Zone euro de 2009 à 2014 et la crise COVID de 2020, cette position est devenue de plus en plus intenable. L’idée d’une séparation nette entre la politique monétaire et la politique budgétaire peut difficilement être considérée comme crédible, à l’aune des liens profonds qui unissent ces deux domaines d’action. Ces liens ont par ailleurs été renforcés depuis l’achat à grande échelle de la dette publique des pays européens par la BCE (Diessner et Lisi, 2020). Cela a contribué à multiplier par huit le bilan de l’Eurosystème entre 2007 et 2021. Et pourtant, l’idée que l’indépendance de la BCE exclut toute coordination de sa politique avec d’autres acteurs, persiste encore aujourd’hui dans son mode de réflexion et dans son mode d’action (voir, par exemple, Schnabel, 2020). Un exemple récent est celui de la révision de son cadre opérationnel, pour laquelle la BCE avait initialement annoncé qu’elle serait dévoilée au « printemps 2024 », mais qui l’a finalement été dès le 13 mars – une décision perçue comme prématurée par de nombreux observateurs (BCE 2024a ; Demertzis et al. 2024).

Bien qu’en apparence banale et technique, la façon dont la BCE élabore son cadre opérationnel aura des conséquences importantes sur sa façon de mener sa politique monétaire dans les années à venir ; notamment sur la flexibilité dont elle disposera pour l’achat d’actifs et sur sa capacité à différencier les taux d’intérêt pour soutenir la transition écologique (Positive Money Europe 2024). Compte tenu des interactions de plus en plus étroites entre les politiques monétaire et budgétaire, cela ne sera pas sans conséquence pour la gouvernance macroéconomique au sein de la Zone euro de manière générale. La révision du cadre opérationnel n’a cependant pratiquement pas fait l’objet de discussions politiques, et semble donc avoir eu lieu sans l’examen, ni l’apport, des principales parties prenantes telles que le Parlement européen¹. L’exemple du Royaume-Uni montre qu’il est possible, et même nécessaire, d’encourager l’implication plus générale du public dans les opérations de la banque centrale, sans mettre en péril son indépendance. Au Royaume-Uni, les deux chambres du Parlement participent étroitement à l’examen des politiques monétaires de la Banque d’Angleterre, et ont pu formuler des recommandations sur la manière de les mener à l’avenir (House of Lords 2023 ; House of Commons 2024). Il semble donc impératif que la prochaine commission ECON du Parlement européen se lance dans un exercice similaire ; et qu’elle mène une enquête sur le cadre opérationnel de la BCE en se focalisant sur la place que pourrait prendre la politique monétaire dans le financement de la transition – grâce, notamment, à une différenciation plus efficace des taux,

¹ Une tendance similaire peut être observée pour les pertes des banques centrales, que la BCE a récemment décidé de traiter unilatéralement en reportant les pertes sur son bilan futur.



comme nous l'avons pu précédemment –, jetant ainsi les bases d'une révision de la stratégie de la BCE à l'horizon 2025¹.

En conclusion : **la BCE doit veiller à davantage coordonner sa politique monétaire avec les autres parties prenantes afin de mettre en place un meilleur *policy mix* dans la zone euro, pour faciliter notamment le financement la transition écologique.** Cela devrait commencer, dans un premier temps, par un **débat public plus ouvert** sur la révision de son cadre opérationnel, avant la révision de sa stratégie de politique monétaire en 2025.

¹ A noter que si plusieurs documents d'information précédant les dialogues monétaires entre la BCE et le Parlement européen ont abordé le sujet de la révision du cadre opérationnel de la BCE (voir, par exemple, Whelan 2023 ; Reichlin et al. 2024), l'implication du Parlement dans cette question n'a pas atteint les enquêtes approfondies et les rapports dédiés que l'on observe au Royaume-Uni.



BIBLIOGRAPHIE

Bank of Japan [BOJ] (2021). Establishment of ‘principal terms and conditions of the funds-supplying operations to support financing for climate change responses’. Tokyo: BOJ.

Batsaikhan, U., and Laurentjoye, T. (2020). [A real European safe asset: The purchase of EIB bonds by the Eurosystem](#). Brussels: PMEU.

Bloomberg (2021). [Summers slams woke Fed for risking losing control of inflation](#).

Braun, B., Di Carlo, D., Diessner, S., and Düsterhöft, M. (2024). Structure, agency, and structural reform: The case of the European Central Bank. Perspectives on Politics.

De Grauwe, P., and Yi, J. (2023). [Fighting inflation more effectively without transferring central banks’ profits to banks](#). CESifo Working Paper 10741.

Demertzis, M., Gotti, G., and Papadia, F. (2024). The ECB’s review of the operational framework: A timely exercise? (unpublished/forthcoming).

De Santis, R., Hettler, K., Roos, M., and Tamburrini, F. (2018). Purchases of green bonds under the Eurosystem’s asset purchase programme. ECB Economic Bulletin, Issue 7/2018.

Diessner, S. (2023). The political economy of monetary-fiscal coordination: central bank losses and the specter of central bankruptcy in Europe and Japan. Review of International Political Economy.

Diessner, S. (2022). The promises and pitfalls of the ECB’s ‘legitimacy-as-accountability’ towards the European Parliament post-crisis. Journal of Legislative Studies, 28(3), 402-420.

Diessner, S. (2019). Essays in the political economy of central banking. PhD Thesis. London School of Economics and Political Science.

Diessner, S., and Lisi, G. (2020). Masters of the ‘masters of the universe’? Monetary, fiscal and financial dominance in the Eurozone. Socio-Economic Review, 18(2), 315-335.

Duisenberg, W. (1999). [Presentation of the ECB’s Annual Report 1998 to the European Parliament](#), Strasbourg, 26 October.

European Central Bank [ECB] (2024a). [ECB announces changes to the operational framework for implementing monetary policy](#). Frankfurt: ECB.

European Central Bank [ECB] (2024b). [Financial statements of the ECB for 2023](#). Frankfurt: ECB.



European Central Bank [ECB] (2021). [An overview of the ECB's monetary policy strategy](#). Frankfurt: ECB.

House of Commons (2024). [Quantitative tightening](#). UK House of Commons, Treasury Committee, Fifth Report of Session 2023–24.

House of Lords (2023). [Making an independent Bank of England work better](#). UK House of Lords, Economic Affairs Committee, First Report of Session 2023–24.

Lagarde, C. (2024). Monetary policy statement (with Q&A). ECB press conference, 7 March, Frankfurt: ECB.

Lane, P. (2023). [Central bank liquidity: a macroeconomic perspective](#). Speech at the ECB Conference on Money Markets, 9 November.

Monnet, E., and van 't Klooster, J. (2023). Using green credit policy to bring down inflation: what central bankers can learn from history. INSPIRE Sustainable Central Banking Toolbox – Policy Briefing No. 13.

Politico (2024). [ECB tells staff: If you're not green, you're not wanted](#).

Positive Money Europe [PMEU] (2024). [Fit for the future: Review of the European Central Bank's operational framework](#) (forthcoming). Brussels: PMEU.

Rajan, R. (2023). [For central banks less is more](#). Finance & Development. International Monetary Fund.

Reichlin, L., Pisani-Ferry, J., and Zettelmeyer, J. (2024). [The Euro at 25: Fit for purpose?](#) European Parliament Monetary Dialogue Papers, January 2024.

Schnabel, I. (2020). [Pulling together: fiscal and monetary policies in a low interest rate environment](#). Speech at the Interparliamentary Conference on Stability, Economic Coordination and Governance in the European Union, Frankfurt, 12 October.

van 't Klooster, J. (2022). The European Central Bank's strategy, environmental policy and the new inflation: A case for interest rate differentiation. London: LSE Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment.

van 't Klooster, J., and de Boer, N. (2023). What to do with the ECB's secondary mandate. JCMS: Journal of Common Market Studies, 61(3), 730-746.

Välimäki, T. (2024). [The ECB's monetary policy implementation and the future operational framework](#). Speech at the J.P. Morgan Economic Research Lunch Seminar, London, 26 January.

Whelan, K. (2023). [The future of the ECB liquidity policy](#). European Parliament Monetary Dialogue Papers, September 2023.



www.institutavantgarde.fr



@eco_avant_garde



institut-avant-garde



Institut Avant-garde – 73 rue de Vaugirard 75006
Paris

Directrice générale : Clara Leonard

Directrice de la publication : Mathilde Viennot

Contact presse : Juliette de Pierrebourg,
juliette.depierrebourg@institutavantgarde.fr

L'Institut Avant-garde est un think tank non partisan qui développe des analyses et des propositions concrètes pour les décideurs, les universitaires et toutes les générations de penseurs et de citoyens.