



CHAIRE ÉNERGIE & PROSPERITÉ

Financement et évaluations de la transition énergétique

Compte-rendu d'événements

Séminaire financement de la transition énergétique

Compte rendu de la séance 15

« Comment verdir la politique monétaire »

Lundi 20 mai 2019

La Chaire Energie et Prospérité

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

Le séminaire Financement de la transition énergétique

Depuis fin 2016, la Chaire Energie et Prospérité organise un Séminaire consacré au financement de la transition énergétique. Cette initiative s'inscrit dans la continuité de l'accord de Paris, issu de la Cop21 et des initiatives législatives françaises récentes (art. 173 de la loi de transition énergétique), ayant placé la France à l'avant garde en termes de mobilisation du secteur financier pour le financement de la transition énergétique vers une économie bas carbone.

Le séminaire est organisé par Jézabel Couppey-Soubeyran (Université Paris 1), Dominique Plihon (Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité) et Sandra Rigot (Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité).

Retrouvez toutes les présentations réalisées lors du séminaire et les comptes rendus (à partir de la session 8) sur le site de la Chaire Energie et Prospérité.

<http://bit.ly/2FKb3aF>

Comment verdir la politique monétaire

Session du 20 mai 2019 du séminaire Financement de la Transition Energétique

Le séminaire a été animé par Jézabel Couppey-Soubeyran (Université Paris 1, Panthéon-Sorbonne) et Dominique Plihon (Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité).

Mot de présentation :

Les banques centrales ont pris conscience des contraintes et problématiques posées par le réchauffement climatique comme en témoigne le discours sur la tragédie des horizons de Mark Carney. Mais les institutions monétaires ont surtout pris en compte les risques financiers liés aux enjeux climatiques. Il semble cependant que la politique monétaire se refuse à intégrer la gestion du dérèglement climatique dans ses missions, argumentant sur les potentiels conflits avec ses objectifs principaux (la stabilité monétaire par exemple) mais aussi sur la règle de neutralité sectorielle de ses actions.

Ce sont ces arguments qui ont été examinés et discutés dans ce séminaire autour de deux interventions suivis de deux discussions:

- **Hubert Kempf**, professeur d'économie à l'École Normale Supérieure Paris Saclay – Verdir la politique monétaire (Discutante : **Esther Jeffers**, Université de Picardie Jules Verne)
- **Stanislas Jourdan**, directeur de Positive Money Europe, & **Wojtek Kalinowski**, co-directeur de l'Institut Veblen – Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne (Discutant : **Benoît Nguyen**, Banque de France)

1. Verdir la politique monétaire – Hubert Kempf (Ecole Normale Supérieure Paris-Saclay)

Face aux appels à une politique monétaire plus « verte », le gouverneur de la Banque de France soulignait que nous devons nous souvenir des objectifs de la politique monétaire. Elle est conçue pour atteindre des objectifs macroéconomiques, non des objectifs sectoriels. Et la banque centrale peut, à juste titre, estimer qu'elle n'est pas équipée pour agir dans le cadre de préoccupations climatiques ou qu'elle n'a pas à agir de façon discrétionnaire.

Ces objections ne sont cependant pas suffisantes pour justifier l'inaction de la politique monétaire face aux enjeux climatiques puisque :

- Le réchauffement climatique est un fait macroéconomique. C'est un fait actuel et qui structure l'avenir de l'économie. La politique monétaire est donc concernée.
- Concernant le critère de neutralité (la politique monétaire ne doit pas privilégier un secteur par rapport à un autre), il est nécessaire de rappeler que les banques centrales

se sont préoccupées pendant et après la crise, de sauver le secteur bancaire, voire les industries exportatrices.

Les arguments sur les missions de la politique monétaire ou sur sa neutralité sectorielle ne tiennent donc pas pour justifier le non-verdissement de la politique monétaire. Il reste à savoir si elle dispose d'instruments suffisants.

La banque centrale a essentiellement deux leviers de politique monétaire (dans le cadre d'une politique monétaire conventionnelle) :

- Elle peut jouer sur les taux d'intérêts de court terme
- Elle dispose aussi du levier des contreparties qu'elle achète ou vend contre de la liquidité

La question posée est donc : **peut-on utiliser ces deux leviers dans le sens du verdissement de l'économie sans mettre en cause la structure de la banque centrale ?**

La réponse est oui, si l'on complète ces deux leviers :

- Il est possible de verdir la politique monétaire par les taux. La banque centrale doit se préoccuper d'un objectif de réchauffement climatique de 2 degrés C° et, dans cette perspective, elle doit s'assurer que le portefeuille de crédits des banques commerciales est aligné sur cet objectif. Les banques commerciales sont en effet les interlocuteurs de la banque centrale et celle-ci n'est pas en relation directe avec les groupes industriels, ou les associations de consommateurs. La politique monétaire agit en régulant l'offre de crédit des banques commerciales à l'économie réelle. Pour que les banques commerciales prennent en compte l'objectif de 2 degrés, la banque centrale doit agir sur le taux d'intérêt directeur qu'elle pratique en appliquant aux banques une prime climat modulant le taux d'intérêt directeur. Cette prime serait déterminée en fonction du risque moyen d'impact climatique du portefeuille de crédit d'une banque, sur une période donnée. Ce ne serait pas à la banque centrale d'évaluer les banques commerciales, mais à une autorité dédiée au climat, chargée de noter le bilan des banques afin de calculer la prime accordée à chacune d'elles. L'idée est donc d'utiliser le principe d'incitation par les prix sur les acteurs économiques. La banque centrale est finalement passive, elle laisse les banques gérer leurs profits, leurs crédits et applique simplement un système de prix supplémentaire selon l'objectif 2 degrés.
- La deuxième option d'une politique monétaire pro-climat est celle qui passe par les contreparties des opérations de refinancement des banques commerciales auprès de la banque centrale. Ces opérations apparaissent au bilan de la banque centrale. Or le bilan de la banque centrale est un marqueur utile dans le cadre d'une politique pro-climat puisqu'il est rendu public régulièrement. Dans ce cadre, la banque centrale se préoccupant de l'objectif 2° doit s'assurer que le portefeuille des actifs qu'elle a acceptés en contrepartie des liquidités accordées aux banques commerciales lors des opérations de refinancement est aligné sur cet objectif. Pour ce faire, quand la banque centrale accepte une contrepartie d'une banque commerciale, la banque centrale pourrait appliquer un écart de taux calculé sur la base de la notation « climat » de la contrepartie elle-même, ou alternativement, sur la classe climat de la banque, fondée sur les notations climat de son portefeuille de crédit.

2. Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne – Stanislas Jourdan (directeur de Positive Money Europe) & Wojtek Kalinowski, (co-directeur de l'Institut Veblen)

L'analyse des obligations d'entreprise achetées par la Banque centrale européenne dans le cadre du programme CSPP (corporate sector purchase program fait apparaître un décalage inquiétant entre les interventions de la BCE et les objectifs climatiques de l'Union européenne. Alors que la politique climatique de l'UE vise à transformer l'économie européenne dans le sens d'une plus grande soutenabilité, le CSPP se contente de reproduire l'état actuel du marché obligataire. La BCE ne fait ainsi que confirmer les choix des marchés financiers, alors que ces derniers ne semblent pas alignés sur l'objectif de limiter le réchauffement climatique à 1,5°.

Les résultats de l'étude

Le CSPP apparaît comme une occasion manquée de lancer les investissements en phase avec la transition : 63% des titres achetés dans le cadre du CSPP ont financé des entreprises opérant dans les secteurs économiques les plus émetteurs des gaz à effet de serre (GES) : production et distribution d'énergies fossiles, secteur automobile, secteurs les plus intensives en énergie, production d'électricité. Cette estimation confirme les études précédentes effectuées pendant la durée du CSPP.

Inversement, les secteurs et les activités contribuant explicitement à la réduction des émissions des GES représentent une partie mineure du CSPP ; par exemple, les obligations vertes et les transports ferroviaires représentent ensemble environ 7% du portefeuille.

L'analyse des maturités ne révèle aucune « tendance verte » : la part des secteurs les plus carbonés ne baisse pas pour les échéances longues. Les obligations vertes ont des échéances inférieures à la moyenne.

L'estimation des portefeuilles des six banques centrales nationales qui ont participé au programme révèle plusieurs différences dues aux marchés obligataires respectifs :

- L'extraction et la distribution des énergies fossiles sont nettement plus présentes dans les portefeuilles de la Banque centrale d'Italie et la Banque d'Espagne que dans ceux des autres banques centrales ;
- Le secteur automobile est particulièrement présent dans le portefeuille de la Bundesbank allemande ;
- Le portefeuille de la Banque de France est plus équilibré et la part globale des quatre secteurs les plus émetteurs reflète la moyenne européenne. Toutefois, le bilan GES détaillé du portefeuille doit tenir compte de l'importance du nucléaire (peu émetteur de GES mais posant d'autres problèmes de soutenabilité) dans la production d'électricité française.

Propositions

Vu l'intention de la BCE de maintenir la taille actuelle de son bilan pour les années à venir, les mesures suivantes permettraient d'intégrer dès aujourd'hui l'analyse d'impact GES dans les critères d'investissement et de réinvestissement :

- Annoncer qu'à partir de 1er janvier 2020, la publication d'un bilan GES deviendra un critère d'éligibilité à part entière pour le réinvestissement du CSPP : tout achat de titre sera conditionné à la présence d'un bilan GES (pour les entreprises des secteurs les plus émetteurs, ces informations devraient inclure des indicateurs de reconversion industrielle tels que la part des revenus provenant des différentes activités).
- Annoncer qu'à partir du 1er janvier 2020, la BCE n'utilisera plus les services des agences de notation qui n'auront pas intégré et rendu transparente l'analyse non financière dans la notation des sociétés émettrices de titres.
- Clarifier les responsabilités en matière d'évaluation d'impact GES au sein du Système européen de supervision financière : à partir du 1er janvier 2020, la BCE ou/et les autorités de supervision ESMA, EBA, EIPOA devront posséder des compétences techniques nécessaires pour garantir la rigueur des méthodes d'évaluation utilisées par les agences de notation.

À plus long terme, la mise en place d'une agence publique chargée de collecter et de valider les données extra financières est requise ; ces données doivent être publiques et accessibles aux chercheurs.

Il semble nécessaire d'utiliser les réinvestissements du CSPP pour commencer dès aujourd'hui à réduire l'impact GES du portefeuille CSPP, malgré les imperfections de l'analyse sectorielle et sans attendre la taxonomie verte de la Commission européenne :

- Dès 2019, orienter le réinvestissement des recettes du CSPP pour baisser la part des secteurs les plus émetteurs des GES dans le portefeuille. Cette recomposition doit être progressive et tracer une trajectoire temporelle 2019- 2030 annonçant une sortie de ces secteurs.
- Parallèlement, augmenter progressivement la part des obligations vertes, des transports collectifs et d'autres secteurs jugés moins nuisibles dans le portefeuille CSPP, surtout la part des obligations vertes émises à des échéances longues et très longues. Si l'offre alternative s'avère insuffisante pour pleinement compenser la baisse des secteurs carbonés, d'autres programmes peuvent facilement compenser la réduction du portefeuille CSPP.

À moyen terme, intégrer l'évaluation d'impact GES dans le cadre des critères d'éligibilité du collatéral présent dans la liste unique, c'est-à-dire dans toute politique de refinancement de la BCE (Collateral Eligibility Framework). Deux éléments sont nécessaires pour y parvenir :

- Une méthodologie transparente et fondée sur des travaux scientifiques indépendants pour classer l'ensemble des actifs acceptés en collatéral (liste unique) en fonction des émissions carbone associées.
- Des objectifs de recomposition de portefeuille fondés sur l'impact révélé par cette méthodologie, fondant une trajectoire temporelle de hausse progressive du coût de capital pour les secteurs les plus émetteurs des GES.

À plus long terme, l'évaluation d'impacts GES devra être remplacée par une analyse plus approfondie d'impacts environnementaux et sociaux. Ceci présuppose une meilleure coordination avec les politiques budgétaires et les plans d'investissement organisés à plusieurs échelles : régionale, nationale et européenne (notamment le plan d'investissement pour l'Europe et les activités de la Banque européenne d'investissement. Cette coordination nécessite a minima trois éléments :

- Des plans régionaux et nationaux combinant les investissements publics et privés, y compris ceux financés par les fonds européens. L'échelle régionale voire locale est nécessaire notamment pour réussir à intégrer les projets liés à la protection de la biodiversité ;
- Une certification publique des projets et une labélisation des titres de dette ;
- Intégration de ces titres dans le cadre du collatéral de la BCE.

3. DISCUSSION

Les échanges qui ont suivi les présentations ont permis d'identifier notamment les questionnements et les défis suivants :

Esther Jeffers (Université de Picardie Jules Verne), à propos de l'intervention d'Hubert Kempf :

- La politique monétaire ne peut pas s'affranchir des questions climatiques et il est aujourd'hui impératif pour les banques centrales qui la conduisent de lutter à la fois contre les risques systémiques et climatiques. Ce qui transparaît de positif dans l'intervention de M. Kempf c'est notamment la responsabilisation des banques de second rang : les systèmes de primes amènent les banques à réévaluer leurs bilans et les crédits qu'elles accordent en fonction des objectifs climatiques fixés.
- Le canal du crédit n'est pas forcément efficace en temps de politique monétaire non conventionnelle. Il y a aujourd'hui beaucoup de liquidité disponible, mais peu de projets d'investissements et il n'est pas garanti qu'une politique climatique par le biais des taux parvienne à créer de nouveaux projets d'investissement plus « verts ». La politique monétaire climatique par les taux n'est donc pas forcément efficace en cas de politique non-conventionnelle.
- Risque de procyclicité de la prime climat
- Comment évalue-t-on efficacement l'impact climatique du bilan des banques de second rang ?
- Comment les entreprises vont-elles être incitées à calculer l'impact climatique de leurs projets ? Si les entreprises qui ne déclarent pas leur impact sont notées sur la moyenne des entreprises du secteur, un phénomène de sélection adverse pourrait se produire : seules les entreprises qui ont un impact climatique inférieur à la moyenne ont intérêt à le déclarer, tandis que celles dont l'impact est supérieur à la moyenne du secteur préféreront être notées à cette moyenne pour bénéficier de crédits plus avantageux.

Benoît Nguyen (Banque de France), à propos de l'intervention de Stanislas Jourdan et Wojtek Kalinowski

- Sur la question de la neutralité de la banque centrale : pour beaucoup de banquiers centraux, briser la neutralité revient à prendre position sur des questions éminemment politiques. Or la banque centrale n'est pas une instance démocratique et n'a donc pas forcément la légitimité pour agir. La question se pose ensuite : où s'arrêter ? Comment arbitrer avec l'emploi, la parité et bien d'autres sujets de société ?
- On peut regrouper en trois catégories les propositions faites : l'immédiat en redirigeant le portefeuille CSPP vers des actifs verts, le moyen-terme en rendant plus coûteux le refinancement de l'économie brune et le long-terme en favorisant la transparence de l'information
- Les prix ne prennent-ils pas en compte les enjeux climatiques dans les primes d'assurances par exemple ? Et la banque centrale est-elle alors légitime pour modifier la structure des prix de marché ?
- Sur la question de faire un « Quantitative Easing vert », il faut noter que le QE fonctionne pour des classes d'actifs faiblement substituables entre elles. Par exemple, si la BC achète de la dette publique et que les agents ont de la préférence pour la dette

publique, il y aura un effet sur les prix du fait de la compétition entre les agents. Donc, si l'objectif du QE vert est de renchérir le prix des actifs verts, il faudra pour que cela fonctionne que ces actifs soient faiblement substituables par rapport aux actifs bruns. Une telle relation n'étant pas prouvée, le QE vert pourrait alors être moins efficace.

- Conséquences collatérales éventuelles d'un QE vert : réduction de la liquidité et concentration d'actifs bruns dans les portefeuilles des investisseurs du fait des rachats par la banque centrale ;
- Une politique de collatéral vert semble la plus facile à mettre en place, car elle revient à adapter un système de décote qui existe déjà (pour les risques). Mais une limite demeure, à savoir la potentielle interaction avec la fonction de prêteur en dernier ressort de la banque centrale. Que faire si une banque insolvable et systémique se présente avec un portefeuille d'actifs bruns ?