

Changement climatique et politique monétaire en pratique

Ivan Odonnat

DANS **REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE 2022/1 N° 145**, PAGES 163 À 172

ÉDITIONS **ASSOCIATION EUROPE FINANCES RÉGULATIONS**

ISSN 0987-3368

DOI 10.3917/ecofi.145.0163

Date de mise en ligne : 09/09/2022

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2022-1-page-163?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Association Europe Finances Régulations.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur [cairn.info/copyright](https://shs.cairn.info/copyright).

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

CHANGEMENT CLIMATIQUE ET POLITIQUE MONÉTAIRE EN PRATIQUE

IVAN ODONNAT*

Les États signataires de l'Accord de Paris en 2015 se sont engagés à agir pour limiter le réchauffement climatique en deçà de 2 °C à la fin du siècle par rapport à l'ère préindustrielle. Cette lutte concerne au premier chef les gouvernements qui doivent définir les politiques publiques adéquates en matière d'énergie, de transport, de logement, de tarification du carbone, de fiscalité.

Dans tous les scénarios possibles, le changement climatique et les politiques de transition affecteront les perspectives économiques, les systèmes financiers dans lesquels opèrent les banques centrales et, par conséquent, la conduite de leurs politiques monétaires. De sorte que la lutte contre le changement climatique concerne aussi les banques centrales¹.

On peut penser qu'elles conçoivent des outils pour soutenir les actifs finançant les activités à faible émission de carbone et inversement valoriser négativement les actifs finançant des projets à forte émission de carbone. Acheter des actifs « verts », accorder un traitement de faveur aux actifs verts éligibles en garantie ou mettre en place des facilités de long terme dédiées : la liste pourrait être longue.

Mais ne doit-on pas craindre alors un risque de « politisation » des banques centrales et de « glissement de mission » au-delà de leurs mandats de lutte contre l'inflation ou de soutien à l'activité ? La politique monétaire est conçue pour atteindre des objectifs

* Directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations, Banque de France.
Contact : ivan.odonnat@banque-france.fr.

macroéconomiques et non des objectifs spécifiques liés à tel ou tel secteur. Par exemple, l'achat d'actifs auprès des contreparties bancaires ne vise pas à favoriser certains types d'actifs au détriment d'autres, mais à libérer la capacité de financement. Pour que les banques centrales agissent contre le changement climatique, ne faut-il pas au contraire changer leur mandat de façon à donner la priorité à la lutte contre le changement climatique au prix d'une reconversion des instruments de politique monétaire ?

Ni l'un ni l'autre : l'intervention des banques centrales dans la lutte contre le changement climatique n'est pas un abus de mission. Elle ne nécessite pas non plus un changement de leurs mandats. Parce que le changement climatique peut entraîner à la fois des pressions à la hausse sur les prix (par exemple, un impact direct sur les prix des denrées alimentaires à cause d'épisodes de sécheresse ou sur les prix de l'énergie en raison de l'imposition de taxes carbone) et un ralentissement de l'activité, l'intégration du changement climatique dans la politique monétaire est en réalité un impératif qu'elles doivent poursuivre au nom même du cœur de leur mandat monétaire, la stabilité des prix, précisément pour prévenir ce type de situation « stagflationniste » potentiellement difficile à gérer.

164

Il s'agit aussi pour elles d'assurer une mise en œuvre efficace de leurs politiques monétaires. Le risque climatique est une source de risque financier qui peut altérer le mécanisme de transmission de la politique monétaire à l'économie. Il doit donc être pris en compte dans les opérations de politique monétaire. Le changement climatique et la « transition bas carbone » ont des répercussions sur la valeur et le profil de risque des actifs détenus au bilan des banques centrales, ce qui peut conduire à une accumulation indésirable de risques financiers liés au climat. Les banques centrales peuvent être exposées à une survalorisation des actifs qu'elles acceptent en garantie de leurs opérations de crédit ou qu'elles achètent de façon ferme, dans la mesure où les prix d'actifs ne reflètent pas (ou qu'imparfaitement) le risque climatique. Cette difficulté des marchés financiers à prendre en compte le risque climatique est notamment due aux caractéristiques même de ces risques qui génèrent une incertitude radicale et dont les conséquences peuvent être systémiques. En conséquence, les banques centrales peuvent encourir des pertes financières de nature à entraver la mise en œuvre efficace des mesures de politique monétaire. Il est essentiel que les banques centrales puissent pratiquer ce qu'elles prêchent pour les banques qu'elles supervisent, c'est-à-dire mieux intégrer les risques climatiques dans leurs propres opérations, et concrètement adapter le cadre opérationnel de leur politique monétaire afin qu'il soit résilient aux risques liés au climat.

Ainsi, il ne s'agit pas de se demander s'il faut intégrer le risque climatique dans la politique monétaire, mais d'examiner et définir la manière dont comment les banques centrales doivent le prendre en compte.

En pratique, les travaux conduits par le Réseau mondial pour le verdissement du système financier créé en 2017 (Network for Greening the Financial System, NGFS)² (première partie), d'une part, et de façon plus spécifique la feuille de route élaborée par l'Eurosystème pour la zone euro pour la période 2021-2024 (deuxième partie), d'autre part, offrent aujourd'hui des repères précis et des exemples concrets pour l'action en la matière.

LES OPTIONS TECHNIQUES DU NGFS POUR « VERDIR » LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Parmi les nombreuses banques centrales aujourd'hui membres du NGFS, il existe un large consensus sur l'éventail des mesures envisageables pour protéger leurs bilans contre les risques financiers induits par le changement climatique. Ces options sont décrites dans un rapport technique publié en mars 2021 (NGFS, 2021).

Le moment et la gravité des conséquences du changement climatique dépendent de la rapidité et de l'efficacité des politiques de transition. Il n'y a donc pas de place pour l'inaction. Cependant, le NGFS concède que l'identification et l'évaluation des mesures pertinentes pour que les banques centrales puissent *a minima* protéger leur bilan contre le risque climatique demeure un défi en général du fait d'un socle d'informations encore limité. Il souligne également que lorsque cela relève de leur mandat et sous réserve de ne pas affecter leur crédibilité, les banques centrales pourraient envisager d'aller au-delà de simples ajustements du cadre opérationnel de leur politique monétaire et s'assurer que leurs opérations de politique monétaire ne compromettent pas la transition vers une économie à faible émission de carbone, voire soutiennent activement cette transition.

En pratique, la frontière entre ces deux approches (atténuation du risque de bilan, d'une part, et soutien actif à la transition, d'autre part) est floue et dépend de l'importance des mesures opérationnelles et du mandat de la banque centrale. L'analyse menée par les experts du NGFS s'applique à trois volets du dispositif de mise en œuvre de la politique monétaire : les opérations de crédit, la gestion des garanties et les achats d'actifs. Les neuf options qui en résultent ont été retenues parce qu'elles sont pertinentes pour plusieurs banques centrales et qu'elles se rapportent aux outils existants. Le rapport ne formule pas de recommandation. Mais quatre critères peuvent aider à choisir dans le menu proposé.

*Options pour intégrer les risques climatiques
dans le cadre opérationnel de la politique monétaire*

Elles sont résumées dans le tableau *infra*.

Tableau
Options d'intégration des risques climatiques
dans le cadre opérationnel de la politique monétaire

Opérations de crédit	
(1) Ajuster la rémunération du refinancement des contreparties pour refléter l'impact de leurs prêts sur le climat	Subordonner le taux d'intérêt des opérations de refinancement de la banque centrale à la proportion dans laquelle les prêts de la contrepartie (par comparaison une référence de prêt pertinente) contribuent au financement de la transition climatique
(2) Ajuster la rémunération du refinancement pour refléter la composition du collatéral mobilisé	Appliquer un taux d'intérêt inférieur (ou supérieur) aux contreparties qui mobilisent une proportion plus élevée d'actifs à faible (ou à forte) intensité de carbone en garantie ou mettre en place une facilité de crédit (éventuellement à des taux concessionnels) accessible uniquement contre des actifs à faible émission de carbone
(3) Ajuster l'éligibilité des contreparties	Conditionner l'accès à certaines facilités de refinancement à la publication par la contrepartie d'informations liées au climat ou sur l'intensité en carbone de ses investissements
Garanties	
(4) Ajuster les décotes	Ajuster les décotes pour mieux tenir compte des risques liés au climat. Les décotes pourraient également être calibrées de telle sorte qu'elles favorisent le marché des actifs durables
(5) Filtrage négatif	Rendre inéligibles des actifs à cause du profil de risque climatique de l'émetteur s'il s'agit de titres de créance ou de la performance carbone des actifs sous-jacents pour les <i>pools</i> de prêts ou de produits titrisés. Cela peut se faire de différentes manières (en modifiant les critères d'éligibilité, en durcissant de la tolérance au risque, en introduisant des règles de mobilisation plus strictes ou spécifiques, etc.)
(6) Filtrage positif	Accepter en garanties des actifs durables afin d'inciter les banques ou les marchés de capitaux à financer des projets et l'achat d'actifs qui soutiennent des activités respectueuses de l'environnement (par exemple, obligations vertes ou obligations durables). Cela peut se faire de différentes manières (en ajustant les critères d'éligibilité, en augmentant la tolérance au risque modérément, en assouplissant certaines règles de mobilisation, etc.)
(7) Aligner les <i>pools</i> de collatéral sur un objectif lié au climat	Exiger des contreparties qu'elles mobilisent des garanties conformes à une métrique liée au climat au niveau agrégé
Achats d'actifs	
(8) Achats biaisés	Biaisier les achats d'actifs en fonction des risques liés au climat et/ou de critères appliqués au niveau de l'émetteur ou de l'actif
(9) Filtrage négatif	Exclure certains actifs ou émetteurs des achats s'ils ne répondent pas aux critères liés au climat

Critères d'évaluation

L'impact respectif de ces différentes options dépend des cadres opérationnels des banques centrales, eux-mêmes assez hétérogènes. Cependant, les quatre critères suivants peuvent être utilisés pour les comparer, auxquels les banques centrales attribueront des pondérations variables en fonction de leur mandat, de leur cadre juridique et de leurs propres préférences.

Conséquence pour l'efficacité de la politique monétaire

L'efficacité d'opérations de politique monétaire peut s'apprécier en termes de capacité de prêt ou de capacité d'achat de titres par la banque centrale, de distorsions potentielles, ou de stigmatisation des contreparties, etc. Sous cet angle, certaines options apparaissent peu attrayantes. Ce sont notamment celles qui impliquent (1) un filtrage négatif conduisant à exclure un nombre important de contreparties d'opérations de crédit en fonction de leur empreinte carbone ou pour des raisons de transparence et à exclure les actifs représentant potentiellement une part significative de l'univers achetable ou de collatéral éligible, et (2) un ajustement de la rémunération des opérations de crédit en fonction de la composition des garanties.

Contribution à la transition climatique

Quelques options peuvent avoir plus d'impact sur la transition climatique que d'autres. Ce sont les mesures consistant à (1) ajuster la tarification des opérations de crédit par rapport à une référence de prêt, (2) effectuer un filtrage positif du collatéral, (3) aligner les *pools* de collatéral et (4) biaiser les achats d'actifs. Elles impliquent généralement de modifier les outils existants sans en modifier complètement la conception. De telles mesures apparaissent également compatibles avec une mise en œuvre efficace des mesures de politique monétaire, même si elles peuvent être techniquement difficiles à mettre en œuvre.

Efficacité pour la maîtrise des risques

La plupart des options examinées permettent de protéger les bilans des banques centrales contre les risques financiers induits par le changement climatique, parce qu'elles réduisent directement l'exposition aux risques, notamment les options suivantes : (1) filtrage négatif des contreparties aux opérations de crédit en fonction de leur empreinte carbone ou la publication de leurs expositions carbone ; (2) ajustement des décotes et des valorisations ; (3) filtrage négatif des garanties ; (4) alignement des *pools* de collatéral ; (5) achats d'actifs biaisés ; et (6) filtrage négatif des actifs achetables. Mais ce bénéfice pourrait être perdu si la réduction de l'univers éligible était associée avec des concen-

trations de risques financiers plus élevés, ou un risque de crédit plus élevé non lié au changement climatique. *A priori*, ces options centrées sur la maîtrise des risques financiers exposeront moins les banques centrales à une mise en cause au plan juridique que celles associées à des objectifs liés au climat, privilégiant, par exemple, des secteurs économiques, des émetteurs ou des actifs financiers.

Faisabilité opérationnelle

Toutes les options envisagées apportent des modifications aux cadres opérationnels des banques centrales. Cependant, elles sont d'autant moins difficiles à opérationnaliser qu'elles sont moins sophistiquées. À l'inverse, les options les moins susceptibles d'entraîner des conséquences négatives pour l'efficacité de la politique monétaire sont généralement associées à une plus grande complexité opérationnelle. C'est, par exemple, le cas pour : (1) l'ajustement de la rémunération des opérations de crédit ciblées en relation avec une référence de prêt, (2) l'ajustement des décotes et des valorisations, (3) l'alignement des *pools* de collatéral et (4) les achats d'actifs biaisés.

Au total, le rapport technique du NGFS de mars 2021 montre qu'il n'existe pas *a priori* d'option « taille unique » qui maximise clairement les avantages en termes d'efficacité de la politique monétaire, d'atténuation du changement climatique, de protection contre les risques et de faisabilité opérationnelle. Mais ces travaux indiquent également qu'il est possible d'adapter le cadre opérationnel de la politique monétaire pour refléter le risque climatique. En ce qui concerne l'Eurosystème, les actions d'ores et déjà engagées permettront de démarrer au cours de l'automne prochain.

LE PLAN D'ACTION DE L'EUROSYSTÈME

Dans la zone euro, la politique monétaire vise d'abord à maintenir la stabilité des prix. Faudrait-il aussi utiliser les programmes d'achat de titres pour acquérir des actifs « verts », accorder un traitement favorable aux actifs verts éligibles en garantie des opérations de crédit, ou bien mettre en place des facilités dédiées à long terme ?

En réalité, la politique monétaire de l'Eurosystème, qui est en phase de normalisation mais demeure accommodante, permet d'ores et déjà de libérer de fortes capacités de financement de l'économie, de faciliter le financement de la transition climatique en favorisant ainsi le report des investisseurs vers des projets plus longs et offrant un meilleur rendement que les obligations souveraines, telles les infrastructures et les projets de transition énergétique.

Dans ce contexte, le verdissement de l'action de l'Eurosystème est une question de recalibrage de ses outils de politique monétaire.

L'objectif de l'Eurosystème est de maîtriser les risques liés au changement climatique auxquels son bilan est exposé. En protégeant son bilan, il pourra davantage encore contribuer au financement des activités les moins émettrices de gaz à effet de serre.

Les mesures adoptées et leur état d'avancement

En juillet 2021, l'Eurosystème a donc adopté un large ensemble de mesures destinées à adapter le dispositif de mise en œuvre de la politique monétaire d'ici à 2024 recouvrant les volets suivants³.

La modélisation macroéconomique et l'évaluation des effets macroéconomiques du changement climatique et des politiques de transition

L'Eurosystème intègre d'ores et déjà les effets des politiques de transition climatique dans ses projections macroéconomiques. La prise en compte des questions liées au changement climatique dans la modélisation macroéconomique à des fins de simulation interviendra en 2023. De façon récurrente, l'Eurosystème mènera également des analyses de l'incidence de la transition énergétique (notamment le prix du carbone) sur les prix de l'énergie, l'inflation, la production et la politique monétaire.

L'amélioration de la disponibilité et la qualité des données relatives au climat afin de mieux cerner et gérer les risques et opportunités associés

L'Eurosystème élaborera des indicateurs statistiques pour les besoins de l'analyse liée au changement climatique. Ces indicateurs seront progressivement affinés au rythme des progrès des politiques et initiatives prises par l'Union européenne.

L'amélioration de l'évaluation des risques financiers liés au changement climatique

L'Eurosystème élaborera et réalisera un test (pilote) de résistance climatique de son bilan en 2022, puis des tests de résistance climatique réguliers. Il examinera et évaluera les risques liés au changement climatique dans les notations de crédit, mettra au point des normes minimales pour les systèmes internes d'évaluation du crédit.

Les obligations de transparence comme critère d'éligibilité des titres admis en garantie et pour les achats d'actifs

En ce qui concerne les actifs du secteur privé, l'Eurosystème fera de la publication d'informations liées au changement climatique un critère d'éligibilité au dispositif de garanties et aux achats d'actifs, selon un

calendrier dépendant de celui de la directive européenne sur la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSDR).

Le dispositif de garanties

L'Eurosystème tiendra compte des risques pertinents liés au changement climatique lors de son examen régulier des dispositifs d'évaluation et de maîtrise des risques applicables aux garanties apportées par les contreparties bancaires dans les opérations de crédit. Cet examen vise à s'assurer que ces dispositifs reflètent l'ensemble des risques, y compris le risque climatique. La Banque centrale européenne (BCE) continuera également de suivre les évolutions structurelles concernant les marchés de produits financiers durables et se tient prête à soutenir l'innovation en matière de finance durable.

Les achats de titres du secteur des entreprises

L'Eurosystème ajustera à partir d'octobre 2022 le dispositif d'achat de titres d'entreprise de manière à tenir compte des critères liés au changement climatique. Ces critères comprendront notamment, au minimum, le respect par les émetteurs de la législation européenne mettant en œuvre l'Accord de Paris, grâce à des indicateurs liés au changement climatique ou à leur engagement vis-à-vis des objectifs de l'Accord de Paris. La BCE publiera en outre des indicateurs climatiques relatifs au programme d'achats de titres d'entreprise (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP) d'ici au premier trimestre 2023 au plus tard (qui s'ajouteront aux informations concernant les portefeuilles de titres non liés à la mise en œuvre de la politique monétaire).

Premiers enseignements de ces travaux

Ces chantiers, ouverts par l'Eurosystème en à peine un an, sont un pas important dans la bonne direction. Parce que le changement climatique ne ralentit pas, le temps est un facteur essentiel d'une transition réussie. Les défis techniques rencontrés au cours de cette réflexion permettent de dégager quelques leçons qui pourraient être utiles pour la suite des travaux de l'Eurosystème, ainsi qu'à d'autres banques centrales.

Leçon n° 1 – Les risques climatiques pour le secteur financier sont complexes et leur compréhension est encore à un stade précoce. Le besoin le plus urgent est peut-être celui d'une meilleure information pour améliorer la compréhension et l'analyse des risques. Une meilleure divulgation par les entreprises peut aider à fournir cette base d'informations.

Leçon n° 2 – Les exigences de transparence vont de pair avec l’harmonisation du cadre réglementaire. C’est pourquoi les textes juridiques européens (règlement sur la taxonomie, directive CSRD) sont les bienvenus. Mais il s’agit d’un long processus. Dans ce contexte, l’Euro-système pourrait intensifier son action vis-à-vis des autorités et introduire, en l’attente d’avancées réglementaires, ses propres exigences de transparence dans le cadre de collatéral.

Leçon n° 3 – Les ajustements apportés aux opérations de la banque centrale pour prendre en compte le changement climatique doivent surmonter une série de difficultés pratiques et analytiques, notamment des lacunes en matière de données et l’imprécision des mesures de risque. Il y a eu de longues discussions sur l’exactitude et la disponibilité des données nécessaires pour évaluer l’empreinte carbone. L’Euro-système doit s’adapter aux données des fournisseurs privés qui ont été sélectionnés. Il s’agit de produire des chiffres utilisables au sein de l’Euro-système, afin que les discussions ne portent plus sur les méthodologies statistiques, mais sur les questions de fond.

Leçon n° 4 – Le risque climatique est un risque à long terme alors que bon nombre des mesures de risque reposent sur des indicateurs à court et moyen terme. Il s’agit d’un véritable défi technique : la probabilité de défaut est généralement calculée à l’horizon d’un an ; les prévisions économiques portent sur deux à trois ans. Il faut donc travailler à « allonger » ces mesures.

Leçon n° 5 – La modélisation des effets du changement climatique sur les prix et la croissance requiert également des scénarios climatiques et macroéconomiques pertinents. Les scénarios existants fournis par le NGFS pourraient ne pas être assez défavorables.

Leçon n° 6 – Afin de réduire son exposition au risque climatique, l’Euro-système doit être en mesure de mesurer le risque financier supplémentaire lié au risque climatique et de le retirer des portefeuilles d’actifs et des *pools* de collatéral. D’où deux questions : quel périmètre choisir (se centrer sur le secteur des entreprises ou élargir à d’autres secteurs) ? Quelle méthode appliquer (*stress tests*, alignement climatique, ajustement de la valorisation des actifs) ? (Oustry, 2020).

CONCLUSION

Face au changement climatique, les banques centrales sont confrontées à de fortes attentes. Le financement de la transition vers une économie mondiale à zéro carbone net impose de mobiliser ou réorienter des financements massifs dans un laps de temps assez court. Parce que le changement climatique ne ralentit pas et que le temps est un facteur crucial d’une transition réussie vers une économie où les

émissions nettes de carbone seront égales à zéro, comment s'assurer que les adaptations progressivement apportées ou envisagées à la politique monétaire sont à la hauteur de la tâche ?

Concrètement, les banques centrales disposent de trois leviers : (1) l'amélioration des capacités de modélisation macroéconomique pour mieux comprendre les implications du changement climatique pour la politique monétaire ; (2) les exigences de transparence, qui sont à la fois un objectif à portée de main, un levier puissant pour le secteur privé et un domaine où l'Union européenne entend aller plus loin que d'autres et montrer l'exemple ; (3) rendre les politiques comparables entre tous les pays (Ferrari et Pagliari, 2021). C'est précisément le rôle et la raison d'être du NGFS et son caractère essentiel, conformément à un vieil adage africain : « Si vous voulez aller vite, partez seul. Si vous voulez aller loin, partez ensemble. »

NOTES

1. Discours de François Villeroy de Galhau, « Le rôle des banques centrales dans le verdissement de l'économie », 11 février 2021, Paris, Banque de France.

2. Réseau de banques et de superviseurs du secteur financier créé en 2017 à l'initiative de la Banque de France qui en assure le secrétariat, pour renforcer le financement de la transition énergétique et réduire l'exposition du système financier au risque climatique ; il compte aujourd'hui 116 membres et 19 observateurs. Voir le site : <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose>.

3. Le plan d'action pour prendre en compte le changement climatique dans la politique monétaire de l'Eurosystème a été présenté en juillet 2021 (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1_annex-f84ab35968.en.pdf).

Il a été mis à jour en juillet 2022 avec la publication de l'agenda climat de la Banque centrale européenne (https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704_annex-cb39c2dcb.en.pdf).

BIBLIOGRAPHIE

FERRARI M. et PAGLIARI M. S. (2021), « No Country Is an Island. International Cooperation and Climate Change », Banque de France, *Working Paper*, n° 815, juin.

NGFS (Network for Greening the Financial System) (2021), *Adapting Central Bank Operations to a Hotter World: Reviewing some Options*, mars.

OUSTRY A., ERKAN B., SVARTZMAN R. et WEBER P.-F. (2020), « Climate-Related Risks and Central Banks' Collateral Policy: a Methodological Experiment », Banque de France, *Working Paper*, n° 790, décembre.