



Institut Veblen
pour les réformes
économiques

PositiveMoney
Europe

Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne

Stanislas Jourdan* & Wojtek Kalinowski**

MARS 2019

RESUME

L'analyse des obligations d'entreprise achetées par la Banque centrale européenne dans le cadre du programme CSPP 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°. La place dominante des secteurs les plus « carbonés » dans le portefeuille CSPP est certes en accord avec l'objectif de neutralité de marché revendiqué par la BCE, mais néanmoins troublante du point de vue de la transition écologique : un coût de capital trop bas et une émission de dette trop facile pour les secteurs les plus polluants, sans aucune assurance que ces conditions financières aident ou incitent à transformer les modèles économiques sous-jacents.

La note propose d'intégrer **l'impact sur les émissions des gaz à effet de serre (GES) comme un critère à part entière** qui doit guider la recomposition des portefeuilles et le cadre de collatéral qui est à la base de tout refinancement. Vu l'intention de la BCE de maintenir la taille actuelle de son bilan pour des années à venir, **le choix de réinvestissement des recettes tirées du CSPP apparaît crucial**. Les difficultés techniques liées aux évaluations d'impact GES sont réelles mais surmontables, et ne sauraient être utilisées pour justifier l'inaction.

* Stanislas Jourdan est directeur de Positive Money Europe.

** Wojtek Kalinowski est co-directeur de l'Institut Veblen pour les réformes économiques.

Note introductive sur la méthodologie

La présente note livre les résultats d'une étude réalisée par deux chercheurs spécialisés dans l'évaluation des risques financiers dus au changement climatique, Stefano Battiston (FINEXUS Center for Financial Networks and Sustainability à l'Université de Zurich) et Irene Monasterolo (Vienna University of Economics and Business). Les deux chercheurs ont estimé l'exposition du portefeuille CSPP aux secteurs économiques les plus affectés par les objectifs climatiques de l'UE. C'est la première fois que cette exposition a été estimée au niveau des six banques centrales nationales qui ont mené le CSPP pour le compte de l'Eurosystème. Leur étude est disponible ici sur le site de FINEXUS.

Les chercheurs appliquent une méthodologie développée pour évaluer les portefeuilles des investisseurs individuels (Battiston et alli (2017) et Monasterolo et alli (2018), qui permet de mesurer la compatibilité du portefeuille avec l'objectif de limiter le réchauffement climatique à 2° ou avec les objectifs climatiques de l'UE.

La méthodologie est présentée dans une [rapport technique spécifique](#), disponible sur les sites de Finexus, de l'Institut Veblen et de Positive Money Europe.

Les chercheurs publient également des [infographies interactifs](#) sur le site de FINEXUS.

« Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne »

STANISLAS JOURDAN & WOJTEK KALINOWSKI

MARS 2019

L'Institut Veblen est un think tank basé à Paris, promouvant les politiques publiques et les innovations sociales de la transition écologique.

www.veblen-institute.org

Positive Money Europe est une ONG basée à Bruxelles qui milite pour une politique monétaire juste, démocratique et soutenable.

www.positivemoney.eu

Les auteurs remercient Stefano Battiston, Hugues Chenet, Irene Monasterolo et Dominique Plihon pour leur commentaires précieux.

Publiée avec le soutien de European Climate Foundation et de la Fondation Charles-Léopold Mayer.



Résultats en bref :

- 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 distribution des **énergies fossiles** est nettement plus présente dans les portefeuilles de Banca d'Italia et Banco de España 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.

Recommandations en bref :

- Vu l'intention de la BCE de maintenir la taille actuelle de son bilan pour les années à venir, nous proposons les mesures suivantes pour intégrer dès aujourd'hui l'analyse d'impact GES dans les critères d'investissement et de réinvestissement :
 - Annoncer qu'à partir de 1^{er} 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 1^{er} janvier 2020, **la BCE n'utilisera plus les services des agences de notation qui n'ont pas intégré et rendue 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 1^{er} 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.**

- A plus long terme, nous recommandons la mise en place d'une **agence publique chargée de collecter et de valider les données extra financières** ; ces données doivent être publiques et accessibles aux chercheurs.
- 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.

Introduction : de la finance verte aux politiques monétaires

Le rôle des politiques monétaires et des banques centrales dans la transition énergétique et écologique fait depuis plusieurs années l'objet d'un débat d'experts récurrent, y compris au sein des autorités monétaires. Le plus souvent, la question revient dans le contexte du débat sur les investissements nécessaires pour financer la transition ; par exemple dans le cas de l'Union européenne, la Commission européenne estime à 180Md€ par an le montant d'investissements additionnels nécessaire pour remplir les objectifs climatiques pour 2030.¹ Vu la faiblesse structurelle des investissements publics, pour réussir à mobiliser ces sommes il faudra réorienter les flux financiers privés, sans préjudice pour la stabilité du système financier.

Investir dans la transition est essentiel mais ce n'est pas tout : il faudra en même temps rendre plus difficile et plus coûteux le financement des activités directement nuisibles comme l'exploitation des sources d'énergie fossile ou les investissements dans les secteurs intensifs en émissions des gaz à effet de serre (GES). Les deux aspects se complètent : en augmentant les financements souhaitables sans en même temps réduire les flux financiers qui œuvrent dans le sens inverse, **le résultat final risque d'être nul voire négatif** à cause des effets rebonds et des déplacements de la pollution au sein du système financier et économique.

Face à ces effets potentiellement contradictoires où les effets positifs des investissements verts sont potentiellement annulés par les effets négatifs, des initiatives au demeurant intéressantes comme la création d'une banque du climat au sein de l'Union européenne restent insuffisantes. Ajouter une nouvelle institution financière supplémentaire au sein d'un système financier mal régulé et poursuivant la trajectoire « *business as usual* » ne réduira pas les effets indésirables qui font partie du problème.

La même critique vaut pour la « finance verte » telle qu'elle est proposée actuellement par le marché financier et par la législation. Cette notion de finance verte est utile dans la mesure où elle affiche l'ambition d'assigner des objectifs environnementaux voire sociaux au secteur financier dans son ensemble. Le plus souvent cependant, cette notion signifie plutôt l'émergence d'un nouveau segment du marché financier existant, doté de ses propres outils et de labels. Pour transformer la finance dans son ensemble, les tenants de la finance verte misent surtout sur une double transparence : une standardisation des méthodes d'analyse ESG et leur intégration dans l'analyse financière, d'une part ; les obligations de *reporting* renforcées et généralisées, d'autre part. Comme le constate l'analyse d'impact de la Commission européenne², ces outils n'ont pour l'instant pas produit de résultats à la hauteur des enjeux ; en France, ce constat semble valoir pour l'article 173 de la loi française sur la transition énergétique de 2015, qui avait introduit une obligation de *reporting* pour plus de 840 investisseurs institutionnels français.

¹ Réduction de 40% des GES par rapport à 1990 ; un mix énergétique avec 32% de production d'énergie issue des sources renouvelables ; 32,5% de gains d'économies d'énergie.

² Voir l'analyse d'impact réalisée par la CE en vue des nouvelles régulations en matière de taxonomie verte, de *reporting* en matière d'investissement soutenable et des indices bas carbone SWD(2018) 264, pp. 15, disponible sur le site de la Commission européenne : <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2018/EN/SWD-2018-264-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>

Quant aux améliorations des outils de la finance verte proposées actuellement au niveau européen, les projets de régulation de la Commission européenne portent sur trois éléments essentiels de l'intermédiation financière :

- l'harmonisation européenne des obligations de *reporting ESG* pour les gestionnaires d'actifs et les conseillers financiers ;
- l'harmonisation européenne des méthodologies utilisées pour construire des indices bas-carbone et indices à impact carbone positif ;
- le lancement et la poursuite des travaux en vue d'une taxonomie européenne à usage multiple, par exemple pour améliorer la méthodologie des benchmarks ou pour labéliser les produits financiers.

Ces mesures se complètent mutuellement et visent à mieux organiser les décisions financières au milieu et à l'aval de la chaîne financière : l'obligation standardisée du reporting concernera surtout les gestionnaires d'actifs et les conseillers face aux investisseurs et épargnants. Deux difficultés majeures demeurent cependant :

- premièrement, **ces outils restent globalement peu contraignants**, ils permettront tout au plus aux épargnants et investisseurs de faire des arbitrages mieux informés quant à leur impact environnemental. Ainsi, la taxonomie verte, attendue d'être opérationnelles 2022, permettra de standardiser les critères utilisés pour construire des écolabels financiers. Le seul élément contraignant envisagé pour le moment concerne son usage par les Etats-membres dans l'élaboration des plans climat ;
- deuxièmement, **l'intégration des critères environnementaux/ESG ne concerne pas l'amont de la chaîne financière**, là où les acteurs financiers accèdent au financement ou refinancement des banques centrales elles-mêmes, alors que c'est sans doute le levier le plus puissant pour transformer l'ensemble de la chaîne financière, des entreprises et épargnants jusqu'aux banques d'investissement en passant par les investisseurs institutionnels et les agences de notation.

Etat de la recherche sur le « verdissement » de la politique monétaire

Le rôle des banques centrale fait depuis quelques années l'objet d'une réflexion approfondie, tant au niveau académique qu'au sein des autorités monétaires elles-mêmes. On peut notamment citer les travaux de Monnin (2018a, 2018b), de Volz (2017), de Battiston et al. (2017), de Monasterolo et al. (2018), de Battiston & Monasterolo (2019), de Matikainen, Campiglio & Zenghelis (2017), de De Grauwe (2019), Solana (2018) ou encore D. Schoenmaker (2019), qui explorent les différentes méthodes que pourraient utiliser les banques centrales afin de contribuer au verdissement des flux financiers.

Ces différents travaux convergent autour de l'idée que les banques centrales doivent mieux tenir compte des objectifs climatiques et environnementaux dans leurs décisions. Cette intégration peut cependant prendre plusieurs formes concrètes ; la méthode la plus souvent évoquée, notamment par les banquiers centraux eux-mêmes, consiste à introduire le « risque climat » dans les décisions des banques centrales. Plus précisément, il s'agit de regarder les trois types de risque financiers associés au changement climatique : les risques physiques, les

risques de transition et les risques de responsabilité³ et de les intégrer dans les politiques microprudentielles, par exemple via des stress-tests et dans les modèles des agences de notations. La BCE s'appuie sur quatre agences de notations⁴ pour évaluer les risques des actifs financiers qu'elle achète ou accepte dans le cadre d'un prêt collatéralisé. Comme le note le premier rapport d'étape du réseau des banques centrales (NGFS 2018), « les critères climatiques ou environnementaux sont insuffisamment pris en compte par les modèles d'évaluation du risque de crédit des agences de notation (...) dont beaucoup de banques centrales dépendent pour leurs opérations ». Une étude récente (Monnin 2018b) montre par exemple que 4.8 % des actifs compris dans le CSPP seraient inéligibles si les risques climatiques étaient pris en compte. La logique prudentielle plaide donc pour que la BCE intègre mieux les critères climatiques au sens large.

Sans nier l'intérêt des analyses du risque climatique dans une approche prudentielle, nous préconisons cependant une approche à la fois plus simple et plus radicale. Notre proposition consiste à **intégrer la soutenabilité comme un critère à part entière, en plus des critères prudentiels existants, dans les interventions des banques centrales sur les marchés financiers et dans le refinancement**. La raison en est que la dégradation physique liée au changement climatique et à la dégradation environnementale ne sont pas toujours faciles à « traduire » en risques financiers proprement dits, surtout s'il s'agit de risques identifiables au niveau des institutions financières individuelles voire au niveau des actifs financiers individuels. Nous n'excluons pas que ce soit possible dans un certain nombre de cas précis, mais en en faisant une condition préalable, la politique monétaire risque surtout d'aboutir à l'inaction.

Parmi les études mettant les indicateurs physiques et non prudentiels au cœur de l'analyse des politiques de la BCE, nous poursuivons la recherche ouverte notamment par l'étude de Matikainen, Campiglio et Zenghelis (2017), qui montrent que le programme CSPP soutient majoritairement (62% des achats) les secteurs les plus intensifs en GES comme la production d'énergies fossiles, manufactures ou la production d'électricité, qui représentent 58,5% des GES de la zone euro mais ne représentant que 12% de la valeur ajoutée brute de la zone euro. Analysant la première année de la durée du CSPP, l'étude formule une série de propositions proches de celles que nous avançons par la suite : modifier les critères d'achats et rendre ces critères plus transparents, modifier le portefeuille obligataire, coordonner les politiques fiscales et les interventions monétaires.

³ Voir par exemple le discours célèbre de Mark Carney (2015), à l'époque président du Conseil de stabilité financière. Un autre exemple vient de Benoît Cœuré (2018), membre du directoire de la Banque centrale européenne.

⁴ Fitch, DBRS, Moody's, Standard & Poor's.

Un débat public naissant

Ces premiers travaux ont inspiré certaines démarches politiques au sein du Parlement européen, où les questions climatiques font très fréquemment l'objet **d'interpellations parlementaires** du Président de la BCE. Dans le cadre de son rapport annuel sur la BCE (janvier 2019), **le Parlement européen a aussi adopté une résolution invitant la BCE « à intégrer dans ses politiques les engagements pris au titre de l'accord de Paris⁵ ».**

Quant aux autorités monétaires elles-mêmes, c'est notamment grâce à l'impulsion du discours de Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre, que le sujet a pénétré l'univers des banques centrales. Le résultat concret en est l'initiative prise par la Banque de France et d'autres banques centrales de lancer en 2017 le Network for Greening the Financial System (NGFS). Ce réseau, dont le secrétariat est assuré par la Banque de France, réunit aujourd'hui une trentaine de banques centrales (dont la BCE) et d'autorités de supervision et a pour objet de définir et promouvoir les meilleures pratiques à instaurer pour « contribuer à développer la gestion des risques climatiques et environnementaux dans le secteur financier ». Dans son premier rapport d'étape, on y lit que les banques centrales peuvent « mener par l'exemple » le combat contre le changement climatique, mais pour le moment le NGFS n'a pas encore formulé de recommandations concrètes.

La suite de la note est divisée en trois sections :

La **première** partie présente les résultats de l'étude réalisée par deux chercheurs spécialisés dans l'évaluation des risques financiers dus au changement climatique, Stefano Battiston (FINEXUS Center for Financial Networks and Sustainability à l'Université de Zurich) et Irene Monasterolo (Vienna University of Economics and Business).

La **deuxième** partie explique comment la BCE pourrait jouer un rôle actif et positif dans la transition écologique tout en respectant son mandat actuel. Ces propositions concernent à la fois le programme d'achat d'obligations comme le CSPP et la politique de refinancement générale. C'est cette dernière qu'il convient de changer surtout : le cadre d'éligibilité du collatéral et les règles de refinancement doivent faire place à l'analyse environnementale au même titre que l'analyse prudentielle.

Enfin, **dans la troisième** partie nous répondons succinctement aux objections les plus fréquentes à l'approche envisagée dans la note.

⁵ Résolution du Parlement européen du 16 janvier 2019 sur le rapport annuel 2017 de la Banque centrale européenne (2018/2101(INI)), disponible sur le site du PE : <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2019-0029+0+DOC+XML+V0//FR>

I. Présentation de l'étude et des résultats

A) Les interventions de la BCE et le CSPP

Dans le cas de la zone euro, la réflexion naissante sur le rôle des banques centrales dans la mitigation du changement climatique coïncide avec des nombreuses interventions de la BCE lancées dans le sillage de la crise financière 2008/09. Les politiques monétaires dites « non conventionnelles » ont permis de sauver le système financier européen mais les performances macroéconomiques de la zone euro ne se sont pas réellement améliorées : celle-ci souffre toujours de façon chronique d'une inflation trop basse, d'un taux de chômage élevé et de déséquilibres économiques régionaux. En 2015, les interventions de la BCE sont entrées dans une nouvelle phase avec le lancement d'un vaste programme d'assouplissement monétaire (Quantitative Easing, QE) visant à soutenir l'économie européenne, cette fois-ci via les achats d'actifs sur les marchés financiers primaires et secondaires ; trois ans plus tard, le QE a atteint la somme totale de près de 2600 milliards d'euros répartis en quatre programmes correspondant aux différents segments du marché obligataire : la dette souveraine (PSPP) et trois classes d'actifs de dette privée : actifs titrisés (ABSPP), obligations sécurisées (CBPP) des obligations d'entreprises non financières (CSPP). L'analyse qui suit concerne ce dernier programme : le Corporate Sector Purchase Programme lancé en juin 2016 et mis en pause officiellement en décembre 2018, comme l'ensemble du programme de QE.

Les achats d'obligations réalisés dans le cadre du CSPP ont été confiés à six banques centrales nationales membres de l'Eurosystème : Banque de France, Banco de España, Banca d'Italia, Deutsche Bundesbank, Banque nationale de Belgique et Suomen Pankki/Bank of Finland. 30% des achats réalisés dans ce cadre a eu lieu sur le marché primaire, 70% sur le marché secondaire. Les titres éligibles au programme sont limités aux obligations libellées en euro et notées *investment grade*⁶ par au moins une des quatre agences de notation utilisées par la BCE, et à l'exclusion des obligations émises par les institutions de crédit.⁷ Au total, 1141 titres ont été achetés dans le cadre du CSPP pour une valeur globale de 178 Mds d'euros.

S'il ne représente qu'une partie mineure du QE, le CSPP a fait l'objet d'une critique répétée de la part des ONGs, des chercheurs, des députés européens et même au sein du Conseil des Gouverneurs de la BCE⁸. La plupart de ces critiques pointent le fait que le CSPP favorise en priorité des très grandes entreprises actives dans les secteurs qui contribuent le plus à l'émission de gaz à effets de serre. C'est notamment le cas de l'étude précitée du Gratham Institute For Climate Change and the Environment (Matikainen et alli 2017).

⁶ Les titres *investment grade* correspondent aux obligations émises par des sociétés notées entre AAA à BBB- par les agences de notation, en opposition aux *non-investment grade* pour les notations inférieures.

⁷ Un part des obligations acceptées dans le cadre du CSPP ont été émises par des sociétés financières filiales des groupes non-financiers. Ces obligations ont été assignées aux secteurs économiques des sociétés-mères.

⁸ Ainsi, dans le compte-rendu de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 26 octobre 2017, on peut y lire : « a remark was made that the CSPP was perceived as favouring large companies over SMEs. » Compte-rendu disponible sur <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2017/html/ecb.mg171123.en.html>

Interrogé sur la validité de cette étude et si la BCE avait effectué sa propre analyse de l'impact climatique du CSPP, le président de la BCE Mario Draghi avait déclaré, le 9 juillet 2018 au Parlement européen: « À ma connaissance, nous ne disposons d'aucune analyse des répercussions de notre programme ni des considérations portant sur le changement climatique dans notre programme, mais je peux vous assurer que nous allons nous pencher sur cet aspect et examiner les effets.⁹ » Or à notre connaissance, aucune étude de ce type n'a été publiée par la BCE depuis.

Fin décembre 2018, la BCE a annoncé que le programme d'achat d'actifs est arrivé à son terme tout en précisant que les recettes tirées des obligations arrivant à échéance seraient aussitôt réinvesties dans la même classe d'actifs. En 2019, l'Eurosystème devrait ainsi réinjecter plus de 201 milliards d'euros, dont près de 6 milliards d'euros d'obligations d'entreprises.

B) Présentation de l'étude

Faute de disposer d'une évaluation officielle de la BCE elle-même, et alors que le NGFS s'apprête à publier un deuxième rapport d'étape en avril, il nous a paru opportun d'actualiser l'état des connaissances quant au CSPP et d'en tirer les leçons pour l'avenir. Pour cela nous avons demandé à deux chercheurs spécialisés dans l'évaluation des risques financiers dus au changement climatique, Stefano Battiston (FINEXUS Center for Financial Networks and Sustainability à l'Université de Zurich) et Irene Monasterolo (Vienna University of Economics and Business), d'évaluer l'exposition du portefeuille CSPP aux secteurs économiques les plus affectés par les objectifs climatiques de l'UE. C'est la première fois que cette exposition a été estimée au niveau des six banques centrales nationales qui ont mené le CSPP pour le compte de l'Eurosystème.

La présentation ci-après reste succincte et focalisée sur les principaux résultats ; les données utilisées et la méthodologie sont présentées en détail et discutées dans une note technique rédigée par les auteurs de l'étude (Battiston & Monasterolo 2019), disponible avec les graphiques interactifs sur le site de FINEXUS.¹⁰

L'étude a analysé la totalité des obligations d'entreprise achetées et intégrées au bilan de l'Eurosystème dans le cadre du programme CSPP. Le portefeuille acquis dans ce cadre a été décomposé en secteurs économiques selon l'appartenance des émetteurs, en utilisant la taxonomie européenne NACE Rev2. Les codes NACE ont été regroupés pour distinguer les secteurs clairement en lien avec les objectifs climatiques (les plus polluants et les plus « verts) des autres. Voir la note technique (Battiston & Monasterolo 2019) pour une présentation détaillée de la classification.

L

⁹ Transcription du « dialogue monétaire » avec Mario Draghi le 9 juillet 2018: http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/151961/Monetary%20Dialogue%2009072018_FR.pdf

¹⁰ https://www.finexus.uzh.ch/en/news/cspp_sustainable_finance.html

l'étude permet de compléter la recherche existante avec plusieurs éléments nouveaux :

- elle couvre l'ensemble des achats réalisés dans le cadre du CSPP, présentant pour la première fois un bilan « définitif » du programme ;
- elle permet de comparer les programmes d'achats réalisés par les six banques centrales nationales qui ont géré les achats pour le compte de la BCE ;
- elle compare la liste d'obligations éligibles publiées par la BCE avec un benchmark développé pour le besoin de l'analyse, composé avec les mêmes critères de sélection que les critères du CSPP ;
- elle étudie les maturités des titres achetés, ce qui permet de comparer les portefeuilles à court et à long terme ;
- elle complète l'analyse sectorielle par l'analyse des obligations vertes présentes dans le portefeuille.

La taxonomie européenne NACE est un outil imprécis lorsqu'il s'agit d'évaluer l'impact carbone des activités économiques au niveau des entreprises : deux entreprises attachées au même secteur ou sous-secteur peuvent afficher des bilans GES différents en fonction des choix de procédés industriels ou parce qu'elles ont diversifié leurs activités à des degrés variables. La production d'électricité en fournit une bonne illustration : la part très importante du nucléaire dans la production d'électricité en France (75%, comparé avec 26% en moyenne pour l'UE en 2016) réduit automatiquement la part des énergies fossiles ; celles-ci répondent encore pour 46% de l'électricité générée dans l'UE mais uniquement 10% en France. Du point de vue du bilan GES, la place de la production d'électricité au sein du groupe des quatre secteurs les plus émetteurs – aux côtés de l'extraction et distribution des énergies fossiles, du secteur automobile et des industries les plus énergivores – paraît justifiée pour l'UE dans son ensemble mais non dans le cas français (qui pose d'autres questions en termes de soutenabilité de la filière nucléaire).

Une **classification granulaire des entreprises émettrices** – voire des titres financiers eux-mêmes, pour tenir compte du fait qu'une même entreprise peut être présente dans des secteurs aux profils GES radicalement différents – serait préférable mais se heurte au manque de données fiables et de bases de données complètes. C'est en partie une défaillance du marché privé de l'information et des indices : les indices ESG privés fournissent des données fragmentaires et appliquent des méthodologies non standardisées, de sorte que les notations ne sont pas toujours comparables. Le **besoin urgent de données fiables et de méthodologies vérifiables** fait partie des enjeux sur lesquels nous voulons sensibiliser les autorités monétaires et la puissance publique.

En attendant une analyse environnementale plus granulaire et une vérification des données par les chercheurs indépendants, l'approche par secteur et sous-secteur apparaît comme la méthodologie disponible actuellement pour analyser l'ensemble des titres figurant dans un programme tel que le CSPP. Pour surmonter en partie ces obstacles, les chercheurs ont développé une méthodologie qui classe les secteurs selon leur importance pour les objectifs climatiques, en incluant les émissions directes et indirectes de chaque secteur et en tenant

compte des risques de fuite de carbone évalués par la Commission européenne (Battiston et al. 2017, Monasterolo et al. 2018). Malgré ses imperfections et approximations, cette approche nous paraît globalement pertinente puisque la composition impacts environnementaux s'avère stable dans le temps : les prévisions de l'OCDE montrent ainsi que **les secteurs les plus polluants aujourd'hui le seront également à l'horizon de 2060**, que ce soit en termes de consommation de matières premières ou d'émissions des gaz à effet de serre associés aux activités économiques.¹¹

Estimation du portefeuille CSPP et la construction du benchmark

Etant donné que la BCE ne rend pas publics pas les détails de ses programmes d'achat (pour des raisons qui peuvent être légitimes), la composition sectorielle du portefeuille CSPP ne peut qu'être estimée à partir de l'hypothèse de neutralité de marché. En effet, puisque la BCE s'est engagée à respecter la composition du marché obligataire de la zone euro, on peut présumer que la part de chaque secteur au sein du CSPP est **proportionnelle à celle du marché obligataire dans son ensemble** (en limitant ce dernier aux critères de sélection retenus : la BCE n'accepte que les obligations *investment grade* libellées en euro, à l'exclusion des obligations émises par les institutions bancaires).

Pour tester l'hypothèse de neutralité, Battiston et Monasterolo (2019) ont construit leur propre **benchmark** : une liste d'obligations éligibles établie de façon indépendante à l'aide de l'information des agences d'information financière, reprenant les mêmes critères de sélection que celles annoncées par la BCE. Cet exercice sert surtout à vérifier et améliorer notre connaissance du marché obligataire de la zone euro et dans chaque juridiction nationale : si les décisions d'allocation se fondent sur une vision biaisée du marché éligible sous-jacent, les choix d'investissement risquent d'introduire des biais par rapport aux objectifs retenus.

La liste de titres éligibles du benchmark s'avère légèrement différente de celle des titres achetés par la BCE : 1538 titres émis par 282 sociétés, comparé à 1109 titres émis par 237 sociétés du CSPP. Malgré ces différences **les deux résultats convergent largement** (voir la section suivante), ce qui permet de penser que l'objectif de neutralité de marché a été tenu. Cependant, c'est l'objectif même de neutralité de marché qui mérite une discussion au vu de ses effets en termes d'exposition aux secteurs hautement carbonés.

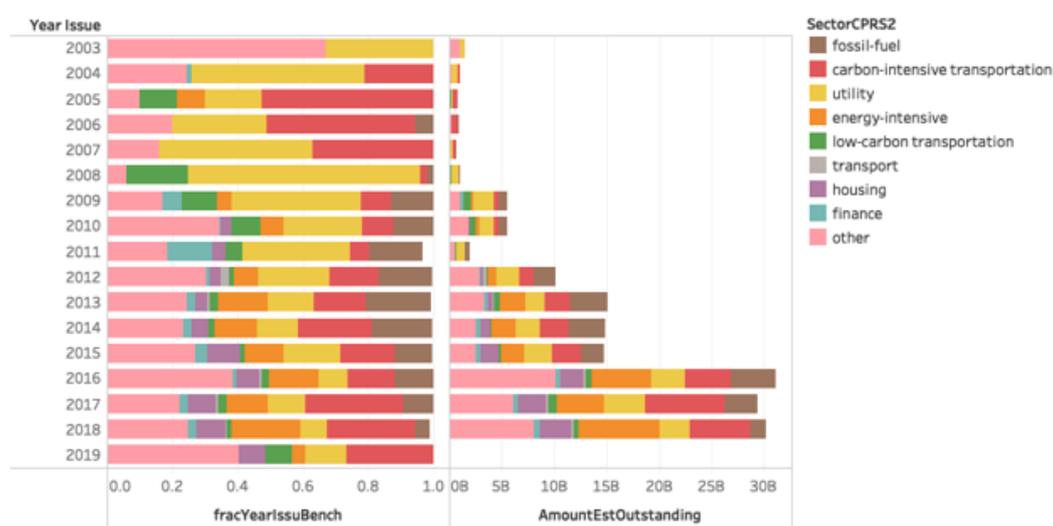
¹¹ *Global Material Resources Outlook to 2060. Economic drivers and environmental consequences*. OCDE, février 2019.

C) Présentation des résultats

Forte croissance du marché obligataire *corporate* européen

Comme le montre le diagramme 1 ci-après, les différentes phases des politiques monétaires « non conventionnelles » menées dans le sillage de la crise financière correspondent à une forte expansion du marché obligataire dans le segment *corporate*. Surtout, les émissions d'obligations ont fortement augmenté depuis le lancement du CSPP en juin 2016. Ces différentes phases d'expansion ont servi en grande partie à financer des **investissements dans les secteurs liés aux énergies fossiles et le secteur automobile**, dont les émissions obligataires augmentent à la fois en termes relatifs et absolus. À l'autre bout du spectre, **les transports ferroviaires ne semblent pas avoir profité de cette croissance** : leur part relative semble importante dans les toutes premières années de crise (2009-2010), lorsque le montant global des émissions était resté limité, mais elle redevient insignifiante par la suite. Le CSPP apparaît ainsi comme une occasion manquée de relancer les investissements dans les modes de transports durables.

Diagramme 1. Obligations d'entreprise *investment grade* libellées en euro présentes sur le marché en janvier 2019, selon l'année d'émission : à gauche la part relative des secteurs économiques, à droite la valeur absolue en Md€.

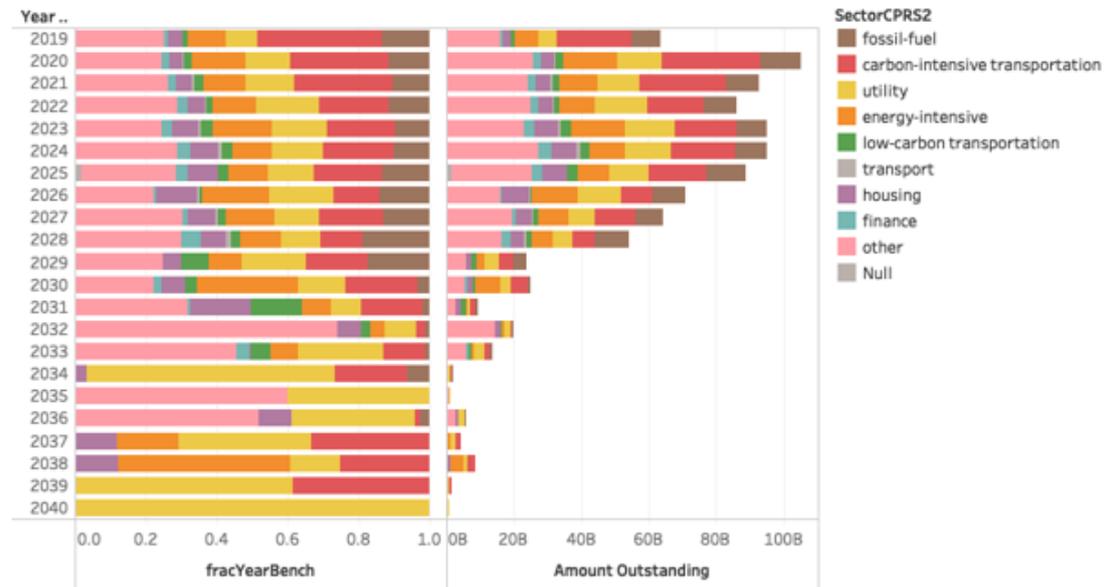


Source : Battiston & Monasterolo (2019)

Les énergies fossiles gardent leur place tout au long de la décennie suivante

Nous arrivons au même résultat en analysant le stock actuel d'obligations *corporate* selon leur arrivée à échéance (diagramme 2) : **les actifs liés aux énergies fossiles gardent une place importante tout au long de la décennies 2019-2029**, et il en va de même pour le secteur automobile et les secteurs les plus énergivores.

Diagramme 2. Obligations d'entreprise *investment grade* libellées en euro selon l'année de l'échéance (2019-2040) : à gauche la part relative des secteurs économiques, à droite la valeur absolue en Md€.



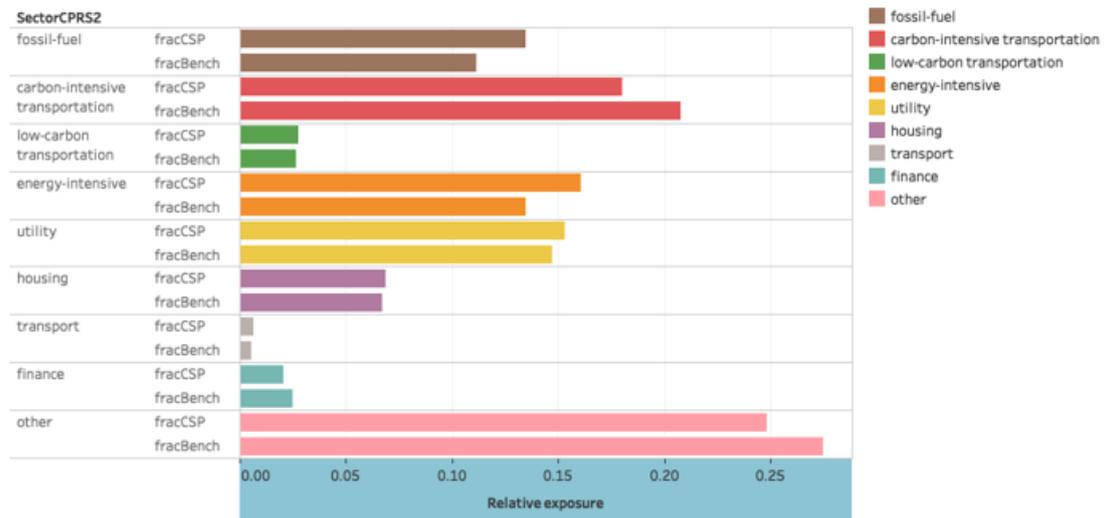
Source : Battiston & Monasterolo (2019)

Le CSPP reproduit le marché

Le diagramme 3 compare deux façons d'estimer ce que serait une composition sectorielle du CSPP respectant l'objectif de neutralité de marché revendiqué par la BCE : la première (barres supérieures) s'appuie sur la liste d'obligations détenues par la BCE, la seconde (barres inférieures) utilise le benchmark créé par Battiston & Monasterolo (voir la section précédente). Les écarts restent limités, ce qui suggère que l'objectif de neutralité de marché a été tenu. Les deux façons d'estimer la composition du CSPP confirment **la place dominante des secteurs les plus émetteurs** (énergies fossiles, automobiles, les secteurs les plus énergivores, production d'électricité¹²) et d'un groupe limité de très grandes entreprises. Inversement, uniquement 7% des obligations achetées ont financé des secteurs explicitement en phase avec la transition (transports ferroviaire).

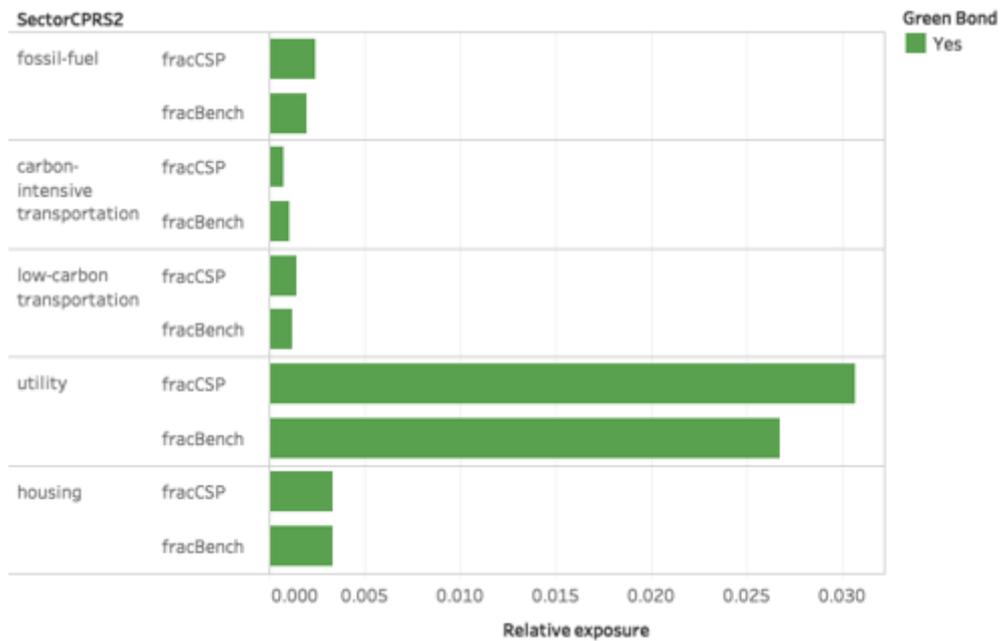
¹² En 2016, 46% de la production d'électricité au sein de l'UE était encore généré par les énergies fossiles.

Diagramme 3. La composition estimée du CSPP (barres supérieures) comparée au benchmark (barres inférieures) de Battiston & Monasterolo (2019) : la part relative des secteurs économiques.



Source : Battiston & Monasterolo (2019)

Diagramme 4. Le CSPP (barres supérieures) comparé au benchmark (barres inférieures) de Battiston & Monasterolo (2019) : la part relative des obligations vertes dans les différents secteurs économiques.



Source : Battiston & Monasterolo (2019)

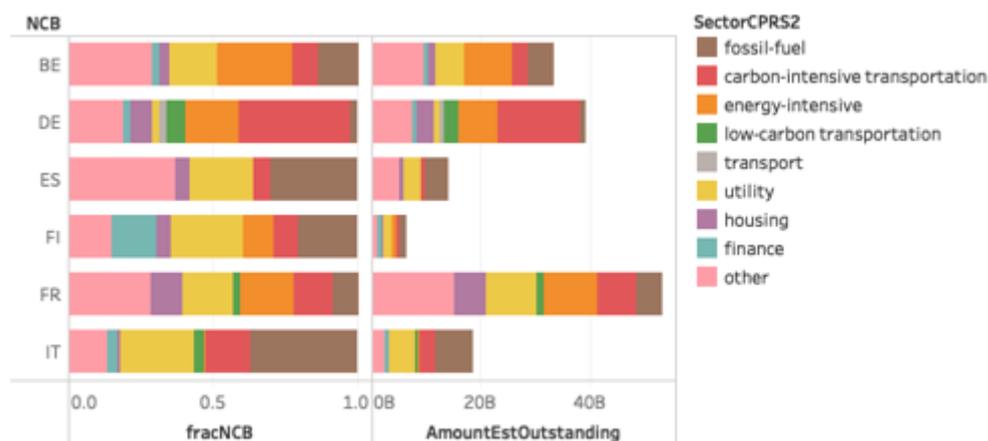
Le marché des obligations vertes : limité et très concentré dans la production d'énergie

L'analyse des obligations vertes (diagramme 4) ne modifie qu'à la marge le résultat de l'analyse sectorielle : d'une part, ce segment demeure extrêmement limité sur le marché et dans le portefeuille CSPP ; d'autre part, il est **très fortement concentré dans le secteur de production d'énergie**. Les obligations vertes sont par ailleurs émises à des échéances inférieures à la moyenne.

La Banque de France, premier acheteur du programme CSPP

Le diagramme 5 ci-après montre une estimation des achats réalisés par chacune des six banques centrales nationales qui participent au CSPP. Les données portant sur les montants d'achat n'étant pas disponibles à ce niveau – la BCE publie uniquement le montant global du CSPP et les critères d'éligibilité –, il s'agit d'une estimation fondée sur la taille du marché obligataire et l'analyse des critères d'éligibilité. Etant donné que le marché obligataire français est le plus grand au sein de la zone euro, nous pouvons assumer que **la Banque de France est le plus grand acheteur dans ce cadre, ses choix d'investissement pèsent donc lourd sur la composition du CSPP dans son ensemble**. Elle est suivie de près par la Bundesbank et la Banque nationale de Belgique.

Diagramme 5. Portefeuille CSPP estimé de chaque banque centrale nationale : à gauche la part relative des secteurs économiques, à droite le volume en Md€.



Source : Battiston & Monasterolo (2019)

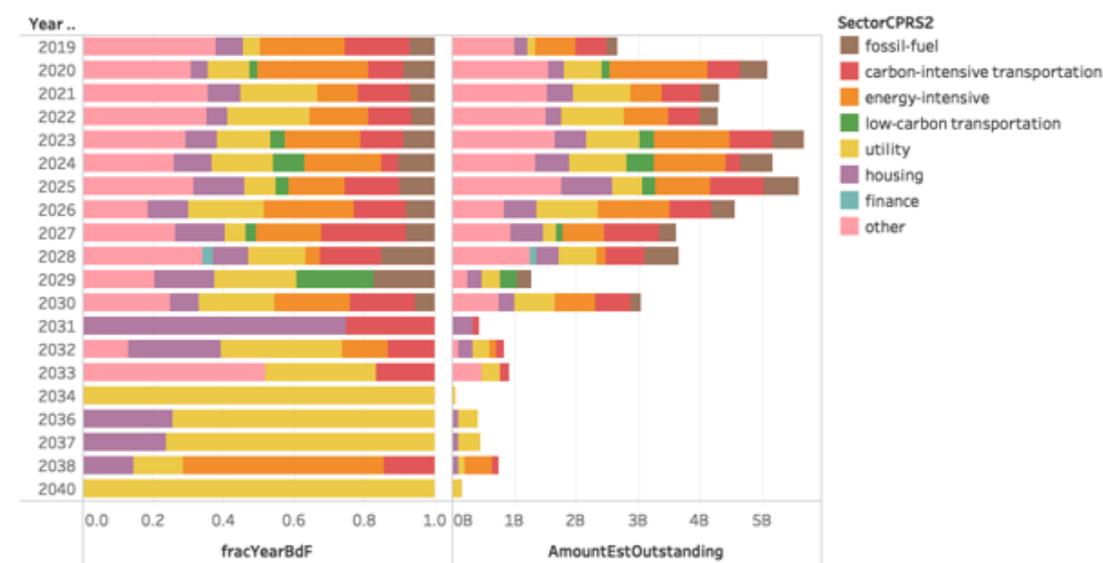
La Banque de France est aussi la seule parmi les six banques centrales à avoir acheté uniquement au sein de sa propre juridiction (obligations libellées en euro émises par des sociétés enregistrées en France) : chacune des cinq autres banques centrales a eu pour mission de couvrir également les marchés obligataires d'autres pays de la zone euro. Ceci veut dire que les choix de la Banque de France sont davantage dictés par l'offre obligataire nationale.

Comparée au CSPP dans son ensemble, la Banque de France semble ainsi avoir acheté relativement moins d'obligations liées aux énergies fossiles et au secteur automobile, et relativement plus dans les secteurs les plus intensifs en énergie. -À titre de comparaison, les portefeuilles de Banca d'Italia et Banco de España affichent les parts les plus élevées d'énergies fossiles (40% et 30% respectivement), tandis que la Bundesbank allemande investit lourdement dans le secteur automobile (35% du portefeuille).

Les secteurs hautement carbonés gardent leur place tout au long de la décennie suivante

L'estimation du portefeuille de la Banque de France (diagramme 6) confirme l'analyse du CSPP dans son ensemble : **les secteurs très émetteurs des GES gardent une place importante tout au long de la décennies 2019-2029.** La seule différence concerne la répartition entre énergies fossiles et secteur automobiles d'une part, les secteurs énergivores de l'autre. Comme pour le CSPP dans son ensemble, aucune hausse notable des investissements dans les transports ferroviaires ne semble en vue.

Diagramme 6 : Le portefeuille CSPP de la Banque de France selon l'année de l'échéance : à gauche la part relative des secteurs économiques, à droite la valeur (Md€) de l'ensemble des titres éligibles.



Source : Battiston & Monasterolo (2019)

II. Propositions

L'analyse présentée ci-dessus montre que le CSPP a été une occasion manquée de lancer les investissements en phase avec la transition. Tandis que les politiques de l'UE visent à transformer le tissu économique européen dans le sens d'une plus grande soutenabilité, le programme d'achat de la BCE se contente de reproduire l'état actuel du marché. Ce décalage ne se limite pas aux programmes d'achats de la BCE, il est visible dans tous les canaux de refinancement qu'une banque centrale utilise pour conduire ses politiques monétaires et veiller à la stabilité du système financiers.

Dans le cas du CSPP comme pour la politique monétaire en général, l'objectif de neutralité de marché mérite donc du moins un débat approfondi sur sa définition et ses effets, qui sont tout sauf neutres. Nous proposons de redéfinir ce principe comme **un équilibre entre une prise de risque modérée, le maintien des conditions de marché équitables et la contribution aux objectifs de l'Union européenne.**

En introduisant les objectifs de la transition écologique dans ces interventions sur les marchés et dans le refinancement des banques commerciales, une banque centrale pourra poursuivre trois objectifs :

1. Transformer réellement les flux financiers en modifiant l'allocation de ses portefeuilles d'actifs et en appliquant des décotes écologiques lors du refinancement.
2. Accélérer le développement et veiller à la qualité des outils de transparence de la finance verte (bilans ESG, indices, labels, etc.).
- 3) Accélérer et donner une nouvelle dimension aux démarches actuelles de la Commission européenne (régulations sur les indices bas carbone, le *reporting* climat, la taxonomie verte) en les prolongeant tout en haut de la chaîne financière.

A) Recommandations pour le réinvestissement du CSPP

Si les recommandations ci-après se focalisent sur le bilan GES, nous sommes conscients du fait que le problème de soutenabilité est bien plus large. Le bilan GES devrait être élargi à l'impact environnemental lorsque les décisions des autorités monétaires pourront s'appuyer sur une méthodologie transparente et fondée sur des travaux scientifiques. C'est pourquoi notre première série de propositions consiste à accélérer le déploiement des obligations de reporting extra financiers, afin de permettre l'utilisation de méthodologies robustes pour mesurer l'impact environnemental des actifs financiers.

- 1) **Faire de l'obligation de *reporting* GES un critère d'éligibilité dans le cadre du réinvestissement des recettes du CSPP**
 - Dès aujourd'hui, la BCE devrait préparer la pleine intégration du bilan GES dans les choix d'investissement de la BCE. Un bilan GES au niveau des entreprises, établi par les

acteurs privés mais vérifié par les agences publiques, permettra d'éviter les difficultés discutées plus haut, inhérentes à l'usage de la taxonomie NACE.

L'absence de *reporting* GES obligatoire n'est pas seulement un problème pour aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques ; elle l'est tout autant pour l'ensemble de la chaîne financière, des agences de notations jusqu'aux investisseurs et régulateurs.

- La BCE devrait annoncer qu'à partir du 1^{er} janvier 2020, **le bilan GES deviendra un critère d'éligibilité additionnel pour tout achat d'obligation d'entreprises** : tout achat sera conditionné à la présence d'un bilan GES de la société émettrice en application des standards. Une telle annonce permettrait d'accélérer les efforts actuels visant à rendre le *reporting* climat obligatoire suivant les recommandations du groupe d'experts à haut niveau de la Commission européenne pour une finance durable (High-Level Expert Group on Sustainable Finance) puis du plan d'action de la Commission européenne.

Cette mesure s'appliquerait au mieux à la zone euro dans son ensemble. Alternativement, certaines banques centrales nationales volontaires pourraient montrer le chemin en appliquant à la mesure à leur juridiction. La Banque de France, forte de l'application de l'article 173 de la loi de transition énergétique et en tant qu'institution pionnière du NGFS, est idéalement positionnée pour porter une telle initiative au sein de l'Eurosystème.

- La BCE devrait annoncer qu'à partir du 1^{er} janvier 2020, **elle n'utilisera plus les services des agences de notation qui n'ont pas intégré, de façon transparente, l'analyse GES dans la notation des sociétés émettrices de titres**. Une telle annonce permettrait d'accélérer les travaux d'intégration du bilan GES par les agences de notations. Cette mesure servira non seulement à la BCE mais également à l'ensemble du secteur financier.
- Clarifier les responsabilités en matière **d'évaluation du bilan GES** au sein du système européen de supervision financière : à partir du 1^{er} janvier 2020, les autorités de supervision ESMA, EBA, EIPOA devront posséder des compétences techniques nécessaires pour **garantir la rigueur des méthodes d'évaluation du bilan GES utilisées par les agences de notation**. Dans la mesure où la BCE repose sur les acteurs privés pour le bilan GES, une vérification interne des méthodes est indispensable pour veiller à la rigueur du processus.
- A plus long terme, nous recommandons la mise en place d'une agence publique chargée de collecter et de valider les données au niveau des entreprises émettrices de titres de dette ; ces données doivent être publiques et accessibles aux chercheurs. L'Union européenne pourrait ainsi créer **une agence publique de notation** spécialisée dans la notation environnementale (ou ESG).

2) Utiliser le réinvestissement pour modifier la composition du portefeuille CSPP

La révision des règles du CSPP serait un levier pour accélérer la transformation du marché obligataire européen : le gain en expertise et en expérience permettrait à moyen terme d'élargir les principes proposés ci-dessous à l'ensemble des instruments de politique monétaire.

- **Éliminer progressivement les secteurs liés à la production et distribution des énergies fossiles du portefeuille CSPP, à l'exception des titres labélisés comme obligations vertes et en tenant compte des indicateurs de reconversion industrielle, comme la part des revenus provenant des différentes activités.** La réduction devrait être entamée dès 2019 de façon progressive, et s'accroître avec les maturités longues, de façon à former une trajectoire de sortie des secteurs les plus émetteurs des GES :
 - D'une part, nous proposons un arrêt immédiat d'achat des titres à long terme : tout achat nouveau devrait se limiter aux maturités de trois ans maximum.
 - D'autre part, chaque choix de réinvestissement devrait conduire à baisser la part de ces secteurs par rapport au portefeuille arrivant à échéance. De cette façon, le « recyclage » des recettes du CSPP enverrait un signal fort aux acteurs du marché obligataire.
- **Réduire progressivement la part des autres secteurs intensifs en émissions GES à l'exception des titres labélisés comme obligations vertes et en tenant compte des indicateurs de la reconversion industrielle, comme la part des revenus provenant des différentes activités.** Cette réduction devrait être plus progressive que la précédente mais former elle-aussi une trajectoire de sortie. L'usage de l'information sur la reconversion industrielle incitera les entreprises des secteurs carbonés de transformer leurs propres modèles économiques.
- **Augmenter en parallèle la part des obligations vertes, surtout à échéance longue,** tout en développant les capacités interne de vérifier les méthodologies utilisées (points précédents). Si l'offre s'avère insuffisante, la BCE pourrait facilement reporter ses achats du CSPP vers des dettes souveraines (PSPP), en particulier en achetant des obligations vertes émises par des Etats membres ou agences supranationales telles que la Banque européenne d'investissement.
- **Augmenter la part des secteurs explicitement en phase avec les objectifs de la transition, comme les transports ferroviaires.** Là encore, si l'offre s'avère insuffisante pour pleinement compenser la baisse des secteurs les plus carbonés la BCE pourrait facilement reporter ses achats du CSPP vers des dettes souveraines (PSPP).

B) Changer les règles de refinancement via le cadre de collatéral

Au-delà du CSPP, le changement d'approche qui nous paraît indispensable concerne **les critères d'éligibilité et les décotes pratiquées dans toute opération de refinancement** au sein de l'Eurosystème (opérations de marché, guichet permanent ou réserves obligatoires). Toutes ces

opérations reposent sur un cadre de collatéral (Collateral Eligibility Framework) qui définit quels titres sont acceptés par la BCE, et à quel prix, dans le cadre du refinancement (liste unique¹³). Dans le cas de la zone euro, l'article 18.1 des statuts de la BCE et de l'Eurosystème exige que le refinancement soit gagé par un collatéral « adéquat », un terme interprété par la BCE elle-même comme une exigence prudentielle : en choisissant quel type de collatéral elle accepte et à quelle condition, la BCE doit se protéger contre d'éventuelles pertes financières dues au risque de contrepartie.

Les critères de ce qui est considéré comme « sûr » ont cependant beaucoup évolué au fil du temps. Une étude des années 2001-2014 a recensé 48 amendements du cadre assouplissant les critères de financement et 27 amendements allant dans le sens inverse.¹⁴ La plupart de ces modifications ont été adoptées après l'éclatement de la crise financière en 2007-2008, et elles concernent toutes les classes d'actif : obligations d'Etat, obligations bancaires couvertes, ABS, titres échangés sur les marchés non régulés, etc. On comprend facilement pourquoi cette question a été au cœur de la gestion de la crise : c'est en redéfinissant les règles et en créant des règles ad hoc que la BCE a été en mesure de sauver le système financier européen¹⁵ – non sans créer de profondes dissensions au sein même de son directoire, où notamment les représentants de la Bundesbank avaient manifesté une vive opposition à la politique d'assouplissement de critères engagée et maintenue jusqu'aujourd'hui.

Dans le cas de la zone euro, ces modifications ont entraîné la BCE à distinguer entre un cadre permanent et un cadre temporaire. Mais cette distinction s'avère plutôt illusoire étant donné que nombre de modifications considérées initialement comme temporaires ont été prolongées à plusieurs reprises, pour finalement intégrer le cadre permanent. Cette capacité d'adaptation dont la BCE a fait preuve depuis la crise a été critiquée par les adeptes de l'orthodoxie monétaire, pour qui l'assouplissement des critères de refinancement revient à affaiblir la discipline des banques commerciales et fait courir des risques financiers injustifiés à la BCE. Nous pensons au contraire qu'elle a été **essentielle pour sauver la zone euro**.

Aujourd'hui, cette capacité d'agir via les critères de refinancement doit être mise au profit du défi de la transition écologique. Un **point de référence** pour entamer une discussion sur les objectifs climatiques de la BCE pourrait être la trajectoire de réduction des GES conforme aux objectifs climatiques adoptés par l'UE pour 2030. D'autres points de référence sont également possibles, par exemple la part du budget que l'UE veut consacrer à la mitigation climatique.

C'est donc au sein du cadre de collatéral qu'il conviendra d'introduire les objectifs climatiques, via les critères d'éligibilité et les décotes pratiquées lors du refinancement. Les principes d'une telle intégration ont été proposés ailleurs, notamment par Schoemaker (2019) : une fois que l'ensemble d'actifs accepté reçoit une note portant sur l'impact sur les émissions des GES, il devient possible de calibrer la politique du collatéral pour arriver à une composition d'actifs correspondant à l'impact GES souhaité.

¹³ Disponible sur le site de la BCE : <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/assets/html/index.en.html>

¹⁴ Christopher Weber, *The Collateral Policy of Central Banks – An Analysis Focusing on the Eurosystem*, Ifo Institut, Munich 2016, p. 98 pp.

¹⁵ Rappelons que la BCE a été activement secourue dans cette mission par la Fed américaine, qui lui a fourni un refinancement. En effet, nombre d'institutions de crédit européenne s'était endettées en dollar.

III. Réponse aux objections fréquentes

A. La transition écologique rentre-t-elle dans le mandat de la BCE ?

Les propositions que nous avançons n'exigent pas une renégociation des traités européens ou des statuts de la BCE. **La BCE reste indépendante et veille à la stabilité des prix, mais tient compte des objectifs de l'Union européenne, comme ses statuts actuels l'y invitent.** La lutte contre le changement climatique et la mise en œuvre de l'accord de Paris occupent désormais une place centrale au sein des objectifs de l'Union européenne, et la BCE s'est déclarée tenue par l'accord de Paris. Nous estimons que c'est une base suffisante pour mener un débat sur la responsabilité de la BCE dans ce domaine.

Rappelons à cet égard que l'article 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFEU)¹⁶ dispose que la BCE doit soutenir les objectifs généraux de l'Union européenne tels qu'ils sont définis dans l'article 3 du TFEU. Cette catégorie d'objectifs de l'Union européenne est certes vaste, mais la lutte contre le changement climatique émerge de plus en plus, notamment à la suite des engagements pris au moment de la ratification de l'accord de Paris, comme une priorité centrale de l'Union européenne. La BCE elle-même semble désormais reconnaître que son mandat ne s'oppose pas à une prise en compte du défi climatique dans le cadre de ces politiques monétaires.¹⁷

Par ailleurs, l'article 11 du TFEU a été évoqué (Solana 2018) comme la base légale d'une obligation procédurale à prendre en compte les enjeux climatiques dans la définition de sa politique monétaire. Dans le cas du CSPP, il semblerait que cette obligation n'ait pas été respectée puisque Mario Draghi lui-même a indiqué que la BCE ne disposait pas d'études l'impact environnemental portant sur le QE.¹⁸

B. Y-a-t-il suffisamment d'actifs financiers « verts » ?

L'objectif de rendre plus coûteux le financement des secteurs les plus polluants sans réduire le volume global du bilan de la BCE exige en tout logique l'émergence d'une offre alternative de collatéral. La difficulté s'accroît lorsqu'il s'agit de les éliminer entièrement du bilan de la BCE en déclarant les actifs correspondants comme inéligibles. La réponse de fond est évidemment d'ordre macroéconomique et renvoie à l'étroite coordination avec les investissements publics et privés, où l'émission de dette souveraine finance les grands investissements publics dans les infrastructures autour desquels s'organisent des nombreux investissements privés de taille plus limitée. Même si ces politiques d'investissement ne relèvent pas de ses compétences, la BCE

¹⁶ « Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union. »

¹⁷ « There is scope for central banks themselves to play a supporting role in mitigating the risks associated with climate change while staying within our mandate. », discours de Benoît Cœuré prononcé lors de la conférence "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks" à Berlin, le 8 novembre 2018

¹⁸ « There is scope for central banks themselves to play a supporting role in mitigating the risks associated with climate change while staying within our mandate. », discours de Benoît Cœuré prononcé lors de la conférence "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks" à Berlin, le 8 novembre 2018

enverrait un signal fort aux décideurs publics et aux investisseurs privés en intégrant les objectifs climatiques dans sa politique monétaire.

En attendant une telle coordination macroéconomique à l'échelle européenne, le problème de l'offre alternative de collatéral se pose différemment. Cette offre peut être identifiée en partie par l'analyse affinée des secteurs et sous-secteurs les plus explicitement en phase avec les objectifs de transition. En l'état actuel, l'approche sectorielle souffre cependant des imprécisions discutées plus haut (voir la section 1) ; l'autre option consiste alors à compenser la baisse par l'augmentation parallèle des achats d'obligations vertes et le financement des prêts bancaires fléchés.

À cet égard, l'objection souvent évoquée consiste à dire qu'il n'y a pas suffisamment d'obligations vertes sur le marché de la zone euro pour que la BCE puisse se concentrer sur ce marché. En réalité, aligner la politique monétaire avec les priorités climatiques implique avant tout un désinvestissement des actifs contribuant le plus aux émissions de GES, et seulement dans un deuxième temps de chercher à favoriser les actifs contribuant clairement à la transition bas carbone. Dans le cas du CSPP, si l'offre alternative s'avère insuffisante pour pleinement compenser la baisse des secteurs carbonés, d'autres programmes devront compenser la réduction globale du portefeuille.

C. Quid de la neutralité de marché ?

La dernière objection est la plus fréquemment avancée par les représentants des banques centrales : introduire l'objectif climatique comme un critère d'éligibilité à part entière serait incompatible avec la neutralité de marché qui est au fondement de la politique monétaire. Nous soutenons cependant que cette conception de neutralité est elle-même problématique et n'échappe pas aux distorsions de marché. Elle mériterait au moins un débat approfondi :

- Premièrement, comme montré par Monnin (2018b), **cette approche néglige les risques financiers liés au climat** ; si bien que le portefeuille CSPP pourrait s'avérer bien plus exposé que les règles internes de la BCE ne se l'autorise.
- Deuxièmement, nous avons vu que le CSPP profite en premier lieu aux plus grandes entreprises. En concentrant ses achats sur un petit segment du marché obligataire, la politique monétaire accroît encore la capitalisation de ce segment et renforce la place des sociétés qui dominent le marché. Ce résultat n'est pas neutre du point de vue d'allocation sectorielle du capital et l'allocation qui en résulte n'a rien d'optimal du point de vue de l'économie dans son ensemble.
- Finalement, la gestion du risque montre bien qu'une neutralité de marché parfaite n'est ni possible, ni souhaitable : en pratique la BCE doit constamment effectuer des arbitrages entre ses différents objectifs et contraintes, pesant les avantages et les désavantages. Cette logique d'arbitrage devrait désormais être élargie à inclure le climat et l'environnement : l'Eurosystème devrait non seulement ajuster la répartition du portefeuille CSPP selon le profil de risque, mais également en fonction de critères liés à la contribution et l'exposition des émetteurs aux risques liés au changement climatique.

Références

- Battiston, S. et Monasterolo, I. (2019), “ How could the ECB’s monetary policy support the sustainable finance transition?, rapport préliminaire disponible sur le site de FINEXUS Center for Financial Networks and Sustainability https://www.finexus.uzh.ch/en/news/cspp_sustainable_finance.html
- Battiston, S. and Monasterolo, I. (2018). A carbon risk assessment of central banks’ portfolios under a 2°C aligned climate scenarios. Working paper presented at the Bundesbank workshop “Scaling-up Green Finance: The Role of Central Banks”, Nov. 8-9 2018. Forthcoming as OeNB working paper.
- Battiston S., Mandel A, Monasterolo I., Schuetze F. & G. Visentin (2017). A Climate stress-test of the EU financial system. *Nature Climate Change*, 7, 283–288.
- Busch, T., Johnson, M., Pioch, T. (2019). Corporate carbon performance data: Quo Vadis? Working paper presented at the EC-COPFIR “Promoting Sustainable Finance” conference à Bruxelles 8-9 janvier 2019. Disponible sur <https://bit.ly/2GBXtdY>
- Campiglio, E. (2016): “Beyond Carbon Pricing. The Role of Banking and Monetary Policy in Financing the Transition to a Low-carbon Economy”, *Ecological Economics* 121, 220–230.
- Carney, M. (2015): “Breaking the Tragedy of the Horizon – Climate Change and Financial Stability”, Interventions à Lloyd’s of London, 29 septembre 2015, www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/844.aspx#1
- Cœuré, B. (2018), Discours prononcé lors de la conférence “Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks” organisée par Network for Greening the Financial System, Deutsche Bundesbank et Council on Economic Policies, Berlin, 8 novembre 2018
- Corporate Europe Observatory (2016), “The ECB’s ‘quantitative easing’ funds multinationals and climate change”, December 12.
- De Grauwe, P (2019), *Green Money Without Inflation*, article disponible sur: <https://www.cepweb.org/green-money-without-inflation/>
- Commission européenne (2018a), Commission action plan on financing sustainable growth. EC COM (2018).
- Commission européenne (2018b), COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT, SWD(2018) 264 final
- Matikainen S., Campiglio E., Zenghelis D. (2017), *The Climate Impact of Quantitative Easing*, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics.
- Monasterolo, I. and Raberto, M. (2017). “Is there a role for central banks in the low-carbon transition? A stock-flow consistent modelling approach”, paper presented at the CEP-DNB workshop on “Central Banking and Green Finance”, November 28-29, Amsterdam.
- Monasterolo, I., Jiani I. Zheng and Battiston, S. (2018). Climate transition risk and development finance: a climate stress-test of China’s overseas energy portfolios. *China &*

- World Economy* 26(6), 116–142. Input to the G20 Task Force “An International Financial Architecture for Stability and Development”.
- Monnin, P. (2018 a), Central banks should reflect climate risks in monetary policy operations, SUERF Policy Note Issue No 41, September.
- Monnin, P. (2018 b), Integration Climate Risks into Credit Risk Assessment. Current Methodologies and the Case of Central Banks Corporate Bond Purchases, CEP Discussion Note Nr 4, décembre.
- Network for Greening the Financial System (NGFS, 2018). 12 septembre, disponible sur : <https://www.banque-france.fr/en/financial-stability/international-role/network-greening-financial-system>
- Nyborg, K. (2017). "Central bank collateral frameworks," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 76(C), pages 198-214.
- de Santis, R.A.; Geis A.; Juskaite A. & Vaz Cruz L. (2018), “The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations”, *Economic bulletin* 3/2018, European Central Bank
- Schoemaker, D. (2019), *Greening Monetary Policy*, Bruegel Working Paper N° 2, 19 février.
- Solana, J. (2018), “The Power of the Eurosystem to Promote Environmental Protection”, University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2018-23
- Villeroy de Galhau, F. (2015), « Changement climatique : le secteur financier et le chemin vers les 2 degrés », discours prononcé le 30 novembre 2015
- Volz, U. (2017); “On the Role of Central Banks in Enhancing Green Finance”, United Nations Environment Programme, Inquiry working paper 17/01, February 2017.
- Weber Ch. (2018), *The Collateral Policy of Central Banks – An Analysis Focusing on the Eurosystem*; Ifo Institut, Munich.