



Quand les banques centrales dessinent le champ du possible de leur action climatique

L'analyse du dernier rapport du NGFS sur le « verdissement » de l'action des autorités monétaires

Jézabel Coupey-Soubeyran* & Wojtek Kalinowski**

MAI 2021

Au moment où la Banque centrale européenne (BCE) s'apprête à définir sa stratégie en matière de soutenabilité environnementale, le réseau mondial des banques centrales NGFS entre-ouvre dans son nouveau rapport la porte au « verdissement » de la politique monétaire. Mais comme dans les rapports précédents, les appels à agir sont mitigés par l'analyse des nombreux risques qui seraient liés à l'« activisme » climatique des banques centrales. Le NGFS semble moins craindre les risques résultant d'une action insuffisante que ceux qui accompagneraient un « verdissement » résolu. On peut y lire en filigrane l'hypothèse d'un arbitrage entre l'action climatique de la banque centrale et l'efficacité de sa politique monétaire.

Le rapport met ainsi en garde contre de nombreuses contradictions entre les nouveaux et les anciens objectifs de la politique monétaire, mais ne propose aucune façon de définir les priorités. Au final, il semble préparer le terrain à du « vert par petites touches » plutôt qu'« à grands traits ». On pourrait, à l'inverse des présupposés du NGFS, considérer le verdissement de la politique monétaire comme un moyen de reconnecter l'activité des banques à des financements utiles, autrement dit y voir une source d'efficacité plus grande pour la politique monétaire et l'action des banques centrales.

* Maîtresse de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et professeure associée à l'École d'économie de Paris. Ses recherches portent sur les banques, le financement de l'économie, les politiques monétaires et prudentielles.

** Sociologue et économiste, co-directeur de l'Institut Veblen.

Nos publications récentes

NOTES & ÉTUDES

[La transition monétaire. Pour une monnaie au service du bien commun](#), par Jézabel Coupey-Soubeyran & Pierre Delandre, mai 2021

[Mondialisation : Comment protéger les agriculteurs et l'environnement ? Un règlement pour stopper l'importation d'aliments issus de pratiques interdites en Europe : les mesures-miroirs](#), par Sara Lickel et alli, mars 2021

[La BCE à l'heure des décisions \(2/2\) Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement](#), par Jézabel Coupey-Soubeyran, décembre 2020

[La BCE à l'heure des décisions \(1/2\) Pour un « Whatever it takes » climatique](#), par Wojtek Kalinowski & Hugues Chenet, décembre 2020

[Après le Covid-19, raccourcir les chaînes de valeur, régionaliser et relocaliser](#), par Mathilde Dupré, août 2021

LIVRES

[Après le libre-échange](#), par Mathilde Dupré & Samuel Léré, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2020

[Pour une écologie numérique](#), par Eric Vidalenc, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2019

Quand les banques centrales dessinent le champ du possible de leur action climatique

Jézabel Coupey-Soubeyran & Wojtek Kalinowski

Mai 2021

Association à but non lucratif, l'Institut Veblen promeut les idées économiques et les politiques publiques qui font avancer la transition écologique. À travers nos publications et nos actions nous œuvrons pour une économie plus juste et respectueuse des limites physiques de la planète.

www.veblen-institute.org

Nous sommes soutenus dans notre mission par la Fondation Charles-Léopold Mayer.



Introduction

Dans un récent rapport technique « [Adapting central bank operations to a hotter world. Reviewing some options](#) » (mars 2021), le Network for Greening the Financial System (NGFS, le réseau mondial des banques centrales et de superviseurs financiers créé en 2017) passe en revue neuf options dont disposent les banques centrales pour adapter, dans le cadre de leur mandat actuel, leur politique monétaire aux exigences de l'action climatique.

Comparé aux publications précédentes du NGFS¹, le rapport signale une évolution positive à plusieurs égards. La question du « mandat climatique » des banques centrales ne fait plus débat et l'urgence de l'action est reconnue explicitement, du moins dans le domaine de l'atténuation du dérèglement climatique. L'adaptation du cadre opérationnel de la politique monétaire² y paraît comme à la fois légitime et nécessaire. Cependant, la façon dont les neuf options présentées dans le rapport sont évaluées laisse penser qu'uniquement certaines d'entre elles seront retenues, et que leur mise en œuvre sera lente. A vrai dire le NGFS nous a déjà habitués à un style très (trop ?) nuancé où les appels à agir sont aussitôt mitigés par l'énumération de nombreuses raisons qui semblent plaider dans le sens contraire. Le nouveau rapport n'y fait pas exception et insiste par exemple sur :

- la nécessité d'arbitrer entre des objectifs contradictoires : l'atténuation du risque climatique d'un côté, l'efficacité de la politique monétaire de l'autre ;
- des conséquences inattendues pour la stabilité financière ;
- des risques de contentieux avec des investisseurs ou des émetteurs de titres qui s'estimeraient lésés par les mesures comme l'exclusion du cadre de collatéral ou l'application des décotes pénalisantes.

Cette façon de nuancer et d'opposer sans cesse le problème climatique à d'autres enjeux, sans trancher ou proposer une priorisation des objectifs, semble préparer le terrain à du « vert par petites touches » plutôt qu'« à grands traits ». Dans ce qui suit, nous relevons les principaux points d'accord et de désaccord avec l'analyse proposée par le NGFS.

Les options retenues par le NGFS

Le rapport retient 9 options réparties en trois types d'opération monétaire (voir le tableau 1 dans l'annexe pour une description plus détaillée) pratiqués par les banques centrales :

- Conditions de refinancement proposées aux banques :

¹ Nous avons passé en revue les rapports précédents du NGFS dans : [Pour un « Whatever it takes » climatique](#) ; Wojtek Kalinowski & Hugues Chenet, note de l'Institut Veblen, décembre 2020, pp. 14-19.

² L'Institut Veblen a consacré à ce sujet son dossier « [La BCE à l'heure des décisions](#) ». Voir en particulier : « Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement ».

- 1) Adapter les critères de refinancement en fonction du profil du portefeuille des prêts de la banque ;
 - 2) Faire varier le coût du refinancement en fonction du collatéral déposé par la banque ;
 - 3) Conditionner l'accès au refinancement à la transparence de l'information extra financière, et adapter les conditions en fonction du bilan carbone de la banque commerciale,
- Le collatéral accepté dans le cadre des opérations de refinancement :
- 4) Faire varier les décotes en fonction du type d'actif posté ;
 - 5) Exclure certains types d'actif du collatéral éligible ;
 - 6) Y introduire d'autres types d'actif ;
 - 7) Définir des critères pour le pool de collatéral éligible dans son ensemble ;
- Programme d'achats d'actifs :
- 8) Cibler les achats au lieu de refléter l'état du marché
 - 9) Exclure certains types d'actifs des opérations d'achats

Un appel bienvenu pour agir en condition d'incertitude

Suivant la voie tracée par Mark Carney³, les banques centrales et le NGFS lui-même abordent l'enjeu du changement climatique sous l'angle des risques financiers que le changement climatique fait courir au secteur bancaire et financier. Cette « approche par les risques » a eu le mérite de faire entrer le climat comme un sujet de préoccupation pour les banques centrales, mais elle a semblé en même temps ralentir les réponses : en réitérant le constat du « *data gap* » et de la faiblesse des méthodologies employées pour mesurer précisément ces risques, elle suggère *in fine* de différer l'action en attendant une quantification fiable des risques en jeu.⁴

C'est sur ce plan qu'un changement d'approche semble enfin s'amorcer, le rapport intégrant explicitement le principe de « double-matérialité »⁵ et admettant que les faiblesses ne doivent pas empêcher les banques centrales d'agir. Le NGFS évoque, en effet, deux méthodes possibles de conduire le changement, sans trancher entre les deux : un « *learning by doing* », un peu dans l'esprit de l'approche qualitative et adaptative que nous avons recommandée dans la note Veblen « [Pour un « Whatever it takes » climatique](#) », versus « la

³ Rappelons qu'à la suite du discours sur la « tragédie des horizons » tenu en septembre 2015 par Mark Carney, le gouverneur de la Banque d'Angleterre à cette époque, les banques centrales ont progressivement inscrit le changement climatique à leur agenda (elles commencent à peine élargir la perspective aux enjeux de la biodiversité).

⁴ Pour une discussion détaillée voir [Pour un « Whatever it takes » climatique](#), op. cit.

⁵ Dans le jargon technique consacré désormais par la législation européenne, ce terme signale que l'on ne s'intéresse pas uniquement aux conséquences économiques ou financières du changement climatique (comme dans le cas des « *climate-related financial risks* ») mais aussi à la causalité inverse, c'est-à-dire aux impacts des choix économiques et financiers sur l'environnement et le climat.

conception d'un cadre complet adapté au climat », qui s'inscrit davantage dans la recherche des métriques parfaites inatteignables de l'approche par les risques du fait de cette incertitude radicale.

Une hypothèse discutable des objectifs intrinsèquement contradictoires

Chacune des neuf options discutées est évaluée par le NGFS à l'aide de quatre critères

- les conséquences pour l'efficacité de la politique monétaire ;
- la contribution à l'atténuation du risque climatique ;
- l'efficacité en tant que mesure de protection du bilan de la banque centrale face aux risques ;
- la faisabilité opérationnelle.

En combinant ces quatre critères, le NGFS aboutit au tableau suivant :

Table 2. Simplified comparative assessment of the selected generic options under review

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

POTENTIAL IMPACT:
■ STRONGLY POSITIVE ■ MINIMAL ■ STRONGLY NEGATIVE
■ POSITIVE ■ NEGATIVE

The assessment is based on qualitative expert judgement, and more formal quantitative analysis may be needed. It aims to guide the reader through the report and should not be interpreted as recommending any measure. Colour-coding is used to avoid any "netting" across criteria. The table uses a limited number of colours for reasons of simplicity. More nuanced analyses of options are provided in Annex 1.

Source : NGFS (2021)

Cette approche qualitative est nettement préférable aux modélisations mathématiques comme celle du « risque-climat ». Notons cependant le contraste des couleurs de la première et de la deuxième ligne du tableau ci-dessus, c'est-à-dire la différence d'appréciation quant aux effets des différentes options sur l'efficacité des politiques monétaires et sur l'action climatique. Pour ce qui concerne l'atténuation du changement climatique, toutes les options sont présentées comme ayant des effets positifs ou très positifs.

Cette appréciation est forcément très subjective car nous nous mouvons sur un terrain inconnu ; peut-être qu'aucune des neuf mesures ne sera réellement efficace, de sorte qu'il

faudra en chercher d'autres pour avoir générer un impact réel⁶. Mais soulignons surtout la différence avec l'analyse des effets sur l'efficacité de la politique monétaire : ces effets sont jugés très variables et, dans l'ensemble, plutôt négatifs. Une seule option ressort comme positive, à savoir l'inclusion de nouveaux types d'actifs dans le cadre de collatéral utilisé pour les opérations de refinancement.

On reste ainsi avec l'impression d'objectifs contradictoires. Le NGFS souligne ainsi que certaines options pourraient réduire les marges de manœuvre de la politique monétaire et affecter sa transmission. Si, par exemple, était mise en place une exclusion de collatéraux trop carbonés, le vivier de collatéraux éligibles ne se resserrerait-il pas trop, rendant impossible la conduite de la politique monétaire? Si certaines banques présentaient un bilan carbone les rendant inéligibles aux opérations de refinancement, qu'advierait-il de leur poursuite d'activité et quelles en seraient les répercussions pour leurs clients ? Etc.

Ce raisonnement semble plaider pour des mesures étroites, pointues, finement calibrées pour ne pas affecter l'efficacité de la politique monétaire. Si les priorités semblent claires dans l'introduction du rapport, l'image se brouille au fil des pages à mesure que les difficultés émergent et les contradictions apparaissent. Il est certes nécessaire d'examiner les incidences des mesures à prendre sur l'efficacité de la politique monétaire, mais il nous paraît problématique de le faire sans jamais interroger l'efficacité actuelle de la politique monétaire, ses difficultés de transmission à l'économie réelle, son incidence, en particulier celle des achats d'actifs, sur la stabilité financière à moyen terme. On pourrait, à l'inverse des présupposés du NGFS, considérer le verdissement de la politique monétaire comme un moyen de reconnecter l'activité des banques à des financements utiles, autrement dit y voir une source d'efficacité plus grande pour la politique monétaire et l'action des banques centrales.⁷

Il ne faudrait pas, en tout cas, que des mesures supposément moins efficaces sur le plan climatique servent ensuite à justifier des problèmes de transmission de la politique monétaire qui existaient déjà, et qui n'auront pas été reconnus ou identifiés avant cela par la banque centrale.

La diversité des pratiques de *central banking* n'est pas suffisamment intégrée dans l'analyse

Le réseau NGFS est mondial mais la discussion menée dans ce nouveau rapport reflète surtout le modèle « occidental » de banque centrale tel qu'il s'est imposé ces dernières décennies, fondé sur le principe de « neutralité » de la politique monétaire et une stricte séparation entre l'action des États et celle des banques centrales. Quelques exemples proposés ne rendent pas justice à la diversité des pratiques de *green central banking* qui existent dans nombre d'économies émergentes et de pays en développement (Inde, Bangladesh, Corée du Sud, Brésil, Chine...). En effet, les banques centrales y jouent souvent

⁶ Entre autres, cette appréciation ne tient pas suffisamment compte des réponses des banques et des acteurs financiers à certaines mesures discutées par le NGFS, ni du besoin d'accompagner ces mesures par d'autres pour éviter des effets inattendus. Par exemple, les titres exclus du refinancement vont-ils migrer vers le *shadow banking* pour y créer des liquidités via *repo finance* et *securities lending* ?

⁷ « Brown assets might be the next subprime », Eric Jondeau, Benoit Mojon, Cyril Monnet, VOX EU, 16 April 2021.

déjà un rôle actif et la palette des mesures appliquées y est plus large que celle discutée par le NGFS, que ce soit pour financer la transition écologique, coordonner la politique monétaire et les dépenses publiques ou imposer des règles contraignantes (prudentielles ou de fléchage du crédit) au système bancaire et financier.⁸

En revanche, ce nouveau rapport reflète bien le contexte européen et arrive au moment où la Banque centrale européenne (BCE) s'apprête à définir sa stratégie dans le domaine de la « soutenabilité environnementale » (un des six sujets inscrits dans sa revue stratégique lancée en janvier 2020 et censée être terminée au milieu de l'année), et l'on peut supposer que le « champ du possible » dessiné par le NGFS est globalement le même que celui de la BCE lorsqu'elle réfléchit à ses futures actions sur ce plan.

Une palette d'options en décalage avec l'évolution de la politique monétaire

La diversité des cadres opérationnels entre les différentes juridictions fait qu'il n'y a pas de consensus sur la façon d'ajuster le cadre opérationnel au risque climatique. Le rapport du NGFS semble toutefois placer le curseur davantage au niveau des opérations de refinancement et des collatéraux qu'à celui des achats d'actifs, qui représentent 7 des 9 options discutées. Cette optique met l'accent sur les opérations conventionnelles ; la pertinence et l'efficacité des mesures dépendra sans doute en partie de leur durée et de l'horizon temporel du refinancement proposé.

Mais l'essentiel est ailleurs : les mesures non conventionnelles prises depuis la crise financière mondiale des années 2007/08 et renforcées en réponse à la crise sanitaire ont déjà considérablement transformé la taille et la composition du bilan des banques centrales, et plus profondément encore le mode même de création de monnaie centrale : **c'est désormais plus en achetant des titres qu'en refinançant les banques commerciales que les banques centrales créent la monnaie centrale** (53% du total des actifs de la BCE sont des titres détenus à des fins de politique monétaire).

Si cette évolution venait à se pérenniser, il conviendrait alors de se demander si ce n'est pas avant tout via un nouveau calibrage des achats d'actifs, surtout publics, que le verdissement de la politique monétaire devrait passer. Cela impliquerait une **coordination en amont entre les émetteurs publics et la banque centrale** pour garantir leur éligibilité aux programmes de rachats de la banque centrale. Il faudrait alors que les émissions de titres réalisées viennent financer des plans ou des projets d'investissement dont la contribution à la transition écologique soit attestée. La part du volet écologique dans les plans d'investissement public donnant lieu à des émissions de titres publics deviendrait alors un paramètre déterminant.

Le rapport mentionne peu la « **politique de bilan** » par laquelle pourrait passer le verdissement de la politique monétaire. A la place, il souligne que les BC pourraient agir dans une optique de gestion de portefeuille. Mais une banque centrale n'est pas un investisseur comme les autres, et la logique « ISR » (investissement socialement responsable) n'est pas à nos yeux la meilleure justification de son action climatique ou environnementale. Une

⁸ Pour un aperçu de cette diversité des pratiques, voir Simon Dikau & Josh Ryan-Collins, [Green Central Banking in Emerging Market and Developing Country Economies](#), New Economics Foundation, octobre 2017.

banque centrale n'est ni une banque, ni un fonds d'investissement, ni a fortiori une entreprise, mais une institution au service de bien commun. Sa responsabilité n'est pas tant de se protéger des risques elle-même que de protéger la société, ce qui présuppose entre autres un accompagnement actif des banques et de la finance, plus qu'un simple tri des actifs achetés. La logique « ISR » pratiquée par la finance privée s'est révélée parfaitement incapable de transformer réellement les flux financiers ; de toutes façons, elle s'applique aux titres privés alors que l'essentiel des achats d'actifs réalisés par les banques centrales concerne la dette publique⁹ ; pour cette dernière, le « verdissement » tient à l'orientation des dépenses publiques ainsi financées.

Quelles options pour « verdir » les programmes d'achats des titres publics ?

On peut néanmoins regretter le fait que les titres publics soient d'emblée exclus de la discussion, alors qu'ils constituent l'essentiel des programmes d'achats menés actuellement par la BCE et d'autres banques centrales, programmes qui représentent à leur tour l'essentiel de la création monétaire actuelle¹⁰. La question de savoir comment traiter la dette publique dans le contexte du « verdissement » du système financier est certes particulièrement difficile et renvoie à la coordination de la politique monétaire avec les politiques budgétaires, au « budget vert », au fléchage des dépenses publiques aux objectifs climatiques, etc. Dans le contexte européen, il en va notamment du « verdissement » du Semestre européen¹¹ et des plans de relance.¹² **Cette coordination européenne, qui reste globalement à inventer, dépasse de loin les prérogatives des seules banques centrales.** Toujours est-il que ces dernières ont toute la légitimité pour mener la discussion et proposer des modalités concrètes, comme le fait déjà la communauté d'experts européens¹³. C'est donc une occasion manquée sur ce plan, d'autant plus que les rapports du NGFS servent uniquement, du propre aveu du NGFS, à nourrir le débat au sein des banques centrales et des régulateurs.

On peut comprendre d'ailleurs que le NGFS restreigne cette notion d'investissement responsable de la banque centrale à son portefeuille de titres privés et ne se risque pas à

⁹ Par exemple le programme d'achats d'obligation d'entreprise de la BCE (CSPP) ne représente que 7-8% du QE.

¹⁰ La BCE en offre un exemple parlant : les actifs détenus à des fins de politique monétaire représentaient 0% du bilan de l'Eurosystème en décembre 2000, et 52,82 % de celui-ci en décembre 2020. Cette donnée majeure ouvre une discussion plus large sur la mutation de la création monétaire elle-même, de plus en plus détachée du mécanisme classique de crédit bancaire. Voir à ce sujet Jézabel Coupey-Soubeyran et Pierre Delandre, « La transition monétaire : pour une monnaie au service du bien commun », note de l'Institut Veblen, mai 2021.

¹¹ Le Semestre européen est le principal outil de coordination des politiques budgétaires au sein de l'UE. Ses critères d'évaluation devraient être revus en profondeur pour en faire un vrai outil de transition écologique de l'UE. Voir à ce sujet [« The European Semester and why it matters for the EU Green Deal »](#). A policy brief by Climate & Company, May 2021.

¹² Rappelons que pour accéder aux financements prévus dans le « Plan européen de relance et de résilience », chaque État-membre doit présenter un plan d'action à la Commission européenne qui doit l'évaluer. Comme dans le cas du Semestre européen, les critères d'évaluation devraient être revus en profondeur et nettement « verdis » pour en faire un vrai outil de transition écologique des dépenses publiques en Europe.

¹³ Voir par exemple, Marta Domínguez-Jiménez and Alexander Lehmann, « [Accounting for climate policies in Europe's sovereign debt market](#) », Bruegel Policy Contribution Issue n°10/21 | April 2021.

aborder la question au niveau du portefeuille de titres souverains¹⁴. Si les titres souverains d'État jugés insuffisamment engagés dans la transition écologique venaient à être en quelque sorte disqualifiés par la banque centrale, le risque serait alors que les États ayant le plus besoin de financer leur transition écologique se retrouvent probablement dégradés par les agences de notation, puis exposés à la sanction des marchés, et donc ainsi le plus en difficulté pour engager leur transition.¹⁵ C'est un problème épineux qui, dans le cas de la zone euro, pourrait accentuer les tensions et divergences de vue entre les pays du cœur et ceux de la périphérie. Cela soulève aussi la question de la pression exerçable par la banque centrale sur les États dont la légitimité pourrait être interrogée.

Quel modèle de supervision pour accompagner les banques ?

Ces mesures de verdissement vont exposer les banques à un risque de transition plus ou moins grand en fonction de la vitesse et de l'ampleur de la décarbonation de leurs bilans. Cela exigera un accompagnement de la part de banque centrale, au même titre d'ailleurs que les banques commerciales ont également ce rôle à jouer vis-à-vis de leurs clients pour favoriser la décarbonation de leur activité et faciliter dans le même temps celle de leurs propres bilans. La problématique est la même au niveau de la banque centrale. Elle devra accompagner les banques dans leurs efforts de transition. Notons par exemple qu'en publiant les premiers résultats des stress-tests climatiques, la BCE a évoqué la possibilité de relever les exigences des fonds propres pour les banques les plus exposés¹⁶. Cela s'inscrirait plutôt bien d'ailleurs dans son rôle de superviseur, mais c'est un aspect que le rapport n'évoque pas.

Le risque de contentieux, faux ou vrai argument ?

Le **risque de contentieux** qui pourraient survenir à l'issue du verdissement du cadre opérationnel de la politique monétaire est mentionné à plusieurs reprises dans le rapport du NGFS. Des banques ou des entreprises pourraient-elles invoquer juridiquement un motif de discrimination en voyant leur accès à la monnaie centrale ou aux financements de marché rendu plus difficile par la conditionnalité carbone ? De notre point de vue, la banque centrale devrait surtout veiller au risque que son action ne soit jugée insuffisante, voire une entrave à la transition écologique. Le **risque de responsabilité** que Mark Carney évoquait dans son discours sur la tragédie des horizons comme une conséquence du risque climatique pour les acteurs du secteur bancaire et financier vaut aussi pour la banque centrale. En avril 2021, la Banque centrale de Belgique s'est vue attaquée en justice par l'ONG ClientEarth pour atteinte au climat, dans le cadre de sa contribution au programme d'achats d'actifs de la BCE dont bénéficient des entreprises polluantes.

¹⁴ A titre d'exemple, fin 2020, 94% des achats réalisés dans le cadre du programme PEPP ont concerné les titres de dette publique. Voir <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.fr.html#toc12>

¹⁵ Cet argument est développé par Volz, U., J. Beirne, N. Ambrosio Preudhomme, A. Fenton, E. Mazzacurati, N. Renzhi and J. Stampe. 2020. *Climate Change and Sovereign Risk*. London, Tokyo, Singapore, and Berkeley, CA: SOAS University of London, Asian Development Bank Institute, World Wide Fund for Nature Singapore, and Four Twenty Seven.

¹⁶ « ECB stress test reveals economic impact of climate change », *Financial Times*, 18 mars 2021.

Une chose est sûre : pour gagner la confiance des citoyens quant à son engagement dans la transition écologique, la banque centrale va devoir se montrer très transparente sur le contenu de son bilan et sur son plan d'action climatique. Ce qu'elle exigera des banques pour verdir leurs conditions d'accès à la liquidité centrale, elle devra aussi l'exiger d'elle-même, en communiquant au marché ses expositions au risque climatique et sa stratégie d'atténuation. Cet aspect de *disclosure* est mis en avant dans le rapport, soulignant l'initiative de la Banque d'Angleterre, première banque centrale, en 2021, à avoir communiqué ses expositions.

La question du mandat est-elle réellement résolue ?

La question de savoir si le risque climatique fait ou non partie du mandat de la banque centrale n'est plus un sujet pour le NGFS. L'action des banques centrales y est justifiée par le « risque-climat » mais ce dernier ne concerne plus uniquement les bilans des banques et des autres intermédiaires financiers (niveau des réglementations prudentielles et des stress-tests climatiques »). Désormais, l'impact du risque climatique sur la politique monétaire et le bilan de la banque centrale elle-même est mis en avant pour justifier une prise en compte de l'enjeu climatique et une adaptation de la politique monétaire.

Cette évolution est clairement perceptible dans le contexte européen où, à entendre les analyses juridiques¹⁷ mais aussi les discours publics des dirigeants comme Christine Lagarde ou François Villeroy de Galhau, **la BCE serait contrainte d'agir au nom même de son objectif premier, à savoir la stabilité des prix**. Si cette justification de l'action climatique de la banque centrale par le « cœur » de son mandat plutôt que par les objectifs secondaires venait à s'imposer, elle irait au-delà de celle souvent réclamée par les représentants de la société civile de clarifier les objectifs secondaires¹⁸. Même les « faucons » les plus attachés au mandat étroit de stabilité des prix seraient alors obligés de reconnaître la nécessité pour la banque centrale d'agir contre le risque climatique.

C'est à nos yeux une réinterprétation importante du cadre légal alors que rien n'a changé dans le mandat de BCE ; les objectifs « primaires » et « secondaires » sont toujours exprimés de la même manière. Elle suggère une vraie prise en compte de l'impact systémique du risque climatique sur l'économie réelle, sur les risques financiers, sur les prix de marché et donc *in fine* sur la conduite de la politique monétaire. En effet, le risque climatique est de nature à affecter tous les objectifs de la banque centrale (stabilité économique, monétaire, financière), donc sa crédibilité. Cela justifie pleinement d'adapter le cadre opérationnel de la politique monétaire pour l'adapter au risque climatique et contribuer à son atténuation. Il n'en demeure pas moins que si la BCE s'engage dans le verdissement de sa politique monétaire, elle gagnerait à expliciter la justification (en termes de stabilité monétaire, macroéconomique ou financière) qu'elle retient à l'issue de sa révision stratégique.

¹⁷ Voir Yolaine Ficher, « Global Warming : Does the ECB Mandate Legally Authorise a 'Green Monetary Policy' ? », dans Frits-Joost Beekhoven van den Boezem, Corjo Jansen, Ben Schuijling, *Sustainability and Financial Markets*, Wolters Kluwer, 2019, pp. 176-181.

¹⁸ Voir par exemple la tribune collective [« La BCE devrait avoir un mandat politique clair qui expliciterait quels objectifs secondaires sont les plus pertinents pour l'UE »](#), *Le Monde*, 9 avril 2021.

Enfin, comme le NGFS se doit d'inscrire ses réflexions et ses travaux dans le cadre du mandat des banques centrales, il ne se risque pas à envisager le besoin de faire évoluer le mandat, et encore moins à l'analyser. Le rapport du NGFS semble faire l'hypothèse que les banques centrales parviendront réellement à verdir leur action dans le cadre de leur mandat actuel. Nous l'espérons aussi, mais c'est tout au plus une hypothèse de travail. Or dans la mesure où l'interprétation du mandat débouche sur le « verdissement » comme une obligation de résultat, il semble pour le moins prématuré d'exclure des options « non conventionnelles » du débat. Par exemple celle d'une monétisation d'une partie du financement de la transition écologique, puisqu'elle est interdite par l'article 123 du TFUE et ne serait donc envisageable qu'en modifiant substantiellement le traité.

Annexe

Les options discutées dans le rapport du NGFS

Table 1. **Selected stylised options for adjusting operational frameworks to climate-related risks**

Credit operations^a	
(1) Adjust pricing to reflect counterparties' climate-related lending	Make the interest rate for central bank lending facilities conditional on the extent to which a counterparty's lending (relative to a relevant benchmark) is contributing to climate change mitigation and/or the extent to which they are decarbonising their business model.
(2) Adjust pricing to reflect the composition of pledged collateral	Charge a lower (or higher) interest rate to counterparties that pledge a higher proportion of low-carbon (or carbon-intensive) assets as collateral or set up a credit facility (potentially at concessional rates) accessible only against low-carbon assets.
(3) Adjust counterparties' eligibility	Make access to (some) lending facilities conditional on a counterparty's disclosure of climate-related information or on its carbon-intensive/low-carbon/green investments.
Collateral^b	
(4) Adjust haircuts ^c	Adjust haircuts to better account for climate-related risks. Haircuts could also be calibrated such that they go beyond what might be required from a purely risk mitigation perspective in order to incentivise the market for sustainable assets.
(5) Negative screening	Exclude otherwise eligible collateral assets, based on their issuer-level climate-related risk profile for debt securities or on the analysis of the carbon performance of underlying assets for pledged pools of loans or securitised products. This could be done in different ways, including adjusting eligibility requirements, tightening risk tolerance, introducing tighter or specific mobilisation rules, etc.
(6) Positive screening	Accept sustainable collateral so as to incentivise banks to lend or capital markets to fund projects and assets that support environmentally-friendly activities (e.g. green bonds or sustainability linked assets). This could be done in different ways, including adjusting eligibility requirements, increasing risk tolerance on a limited scale, relaxing some mobilisation rules, etc.
(7) Align collateral pools with a climate-related objective	Require counterparties to pledge collateral such that it complies with a climate-related metric at an aggregate pool level.
Asset purchases^d	
(8) Tilt purchases	Skew asset purchases according to climate-related risks and/or criteria applied at the issuer or asset level.
(9) Negative screening	Exclude some assets or issuers from purchases if they fail to meet climate-related criteria.

Source : NGFS (2021)