

**Le financement de la transition
énergétique
Quel rôle pour les banques
centrales ?**

Dominique Plihon

Université Paris 13

Chaire Energie et Prospérité

Séminaire du 18 juin 2018

Les banques centrales acteurs de la finance « verte »

- **COP 21, Accord de Paris, article 2.c (2015) :**
« rendre les flux financiers compatibles avec un profil d'évolution vers un développement à faible émission de gaz à effet de serre et résilient aux changements climatiques ».
- **One Planet Summit, Paris (2017) :** lancement du réseau « finance verte » des banques centrales et des autorités financières

Banques centrales acteurs de la finance « verte »

- **François Villeroy de Galhau** : « *Des Banques centrales qui se préoccupent de "verdir" le système financier, c'est peut-être inattendu, mais ce n'est pas une mode* » (décembre 2017)
- « *Trois questions se posent aujourd'hui pour un banquier central ou une autorité prudentielle : celle du **financement** –et de l'interaction avec la politique monétaire–, celle de l'**information** –et de la publication ou disclosure–, et enfin celle de l'**horizon temporel** –et par là des stress tests–.* » (novembre 2015)

Plan de la présentation

Objet de cette présentation : question 1 posée par Villeroy de Galhau : **quel rôle pour les BC pour le financement de la transition et quelle interaction avec la politique monétaire ?**

- I/ Evolution du « central banking » à la suite de la crise financière
- II/ Le « central banking » face à la crise climatique : premières avancées
- III/ BC et financement de la transition : débat et propositions

I/ Evolution du « central banking » à la suite de la crise financière

- **Remise en cause de la doctrine « inflation targeting »** inspirée de la New Keynesian Economy (Blanchard, 2011)
- **Nouveau cadre opérationnel des BC (CAE, 2011)**
 - Elargissement des objectifs avec l'abandon de la séparation entre les objectifs de stabilité monétaire et de stabilité financière
 - Nouveaux instruments d'intervention :
 - Contrôle macro-prudentiel articulé à la politique monétaire
 - Politique monétaire non conventionnelle (PMNC)

Leçons de la crise financière pour les banques centrales

- **Les BC ont su s'adapter** et ont joué un rôle majeur dans la gestion de la crise financière
- **Le rôle des BC s'est élargi** avec de nouveaux objectifs et instruments destinés à articuler stabilité monétaire, économique et financière
- **Des réformes institutionnelles** ont consacré le rôle de superviseur des banques centrales (conseil du risque systémique, Union bancaire européenne)
- **La doctrine et le cadre opérationnel des BC ne sont pas immuables** : les BC sont amenées à s'adapter à leur « environnement »

II/ Le « central banking » face à la crise climatique : premières avancées

Double défi pour les BC et les autorités financières :

1/ **Nouveaux risques** liés aux dérèglements climatiques

=> impact sur la stabilité du système financier

horizon des risques > horizon habituel des acteurs financiers => sous-estimation des risques (tragédie des horizons – Mark Carney 2015)

2/ **Nouveaux besoins de financement** massifs

Déficit d'investissement annuel de 180 milliards d'euros pour atteindre les objectifs climatiques et énergétiques de l'Union européenne (High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2017)

Premières dispositions prises par les banques centrales

- Jusqu'ici, le réseau des BC sur la finance verte s'est focalisé sur les risques pour le système financier liés aux dérèglements climatiques, mais s'est abstenu d'aborder la question du rôle des BC pour le financement de la transition
- Consensus parmi les régulateurs et les BC pour considérer que :
 - Les dérèglements climatiques engendrent trois types de risques (physiques, transition, bilans) qui sont une menace potentielle pour la stabilité du système financier
 - Une politique macro-prudentielle est nécessaire pour faire face à ce risque de nature systémique

Premières avancées face aux risques liés à la transition vers une économie bas carbone

La politique des BC et des régulateurs repose sur

2 piliers principaux :

- **Renforcer la transparence** de l'information sur les émissions de carbone et définition d'une **méthodologie** pour évaluer celles-ci, à la suite des recommandations de la Task Force for Climate-Related Financial Disclosures (2017).
- Mise en place de « **stress tests** » destinés à mesurer l'importance des risques : rôle pionnier de la loi française de 2015 sur la transition énergétique (article 173)

Doctrine conservatrice des BC pour le financement de la transition

- *« Ne nous trompons pas sur la nature de la politique monétaire. Elle doit permettre d'atteindre des **objectifs macroéconomiques, plutôt que des objectifs spécifiques liés à tel ou tel secteur.** ... L'assouplissement quantitatif ne vise donc pas à promouvoir certains types d'actifs plutôt que d'autres, mais simplement à libérer les capacités de financement de l'économie»* (Villeroy de Galhau, 2015)
- **L'objectif du financement de la transition n'est pas dans le mandat des BC**
- **Neutralité de la politique monétaire** : la politique des BC est de nature macro-économique et des interventions ciblées et sectorielles engendrent des distorsions sur les marchés

III/ BC et financement de la transition : éléments du débat

A/ **Critiques** de la politique actuelle de la BCE en matière de (re)financement

B/ **Recommandations** pour adapter la politique monétaire aux objectifs de la transition

A/ Trois critiques de la doctrine actuelle de la BCE

- 1/ Les marchés financiers ne sont pas efficaces
- 2/ Les interventions des BC sont biaisées en faveur de l'économie carbonée et des énergies fossiles
- 3/ La politique monétaire et la politique de stabilité financière ne peuvent être séparées

Critique 1 : les marchés ne sont pas efficaces

La doctrine de « neutralité » énoncée par Villeroy de Galhau est fondée sur l'**hypothèse d'efficacité des marchés**. Or les marchés financiers ne sont pas efficaces :

- **Signaux prix** des marchés ne fonctionnent pas (Bouleau, 2018)
- Le climat est une **externalité**, donc un échec du marché
- **Biais court-termiste** des investisseurs institutionnels et des banques => déficit des financements à long terme
- « *Investissements et investisseurs de long terme* » (CAE, 2010) :
« Nous avons des taux d'épargne élevés, en Europe et en France, mais qui ne peuvent créer des capacités de connaissance et de production nouvelles car ils ne disposent plus d'investisseurs de long terme »
- « *Pourquoi manque-t-on d'investisseurs de long terme ?* », (Plihon & Rigot, Revue d'Economie financière, 2018)

Critique 2 : les interventions des BC biaisées en faveur des énergies fossiles

La politique des BC n'est pas neutre sur le plan sectoriel : les travaux académiques et de la société civile montrent que les interventions récentes des BC ont été biaisées en faveur des énergies fossiles et des activités émettrices de CO₂, au détriment des énergies non carbonées

Corporate Europe Observatory (2016), *"The ECB's 'quantitative easing' funds multinationals and climate change"*, December 12

Matikainen S, Campiglio E, Zenghelis D (2017), *"The climate impact of quantitative easing"*, Policy paper, London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics

Biais en faveur des énergies fossiles

Ces 2 études ont analysé la répartition sectorielle et le bilan carbone des interventions de la BCE et de la BoE dans le cadre du Corporate Securities Purchasing Programme (CSPP) lancé en juin 2016

- Selon **Grantham Institute Research & LSE**, les achats d'obligations réalisées par la BCE et la BoE ont été effectués au profit d'entreprises responsables de 59% et 52% respectivement des émissions de gaz à effet de serre
- Selon **Corporate Europe Observatory**, 68 % du rachat d'obligations par la BCE a été fait en faveur d'entreprises appartenant au secteur des industries fossiles telles que Shell, Total, Engie, BMW, Repsol, Cofiroutes, ...

Biais en faveur des énergies fossiles

Deux explications sont données :

- **Biais de structure** : les interventions des BC reflètent les structure existantes de l'économie et des marchés, très largement dominées par les énergies fossiles
- **Biais lié à la politique d'éligibilité des BC** :
 - les secteurs fossiles sont sur-représentés parmi les obligations éligibles par la BCE
 - Les « public utilities » sont sur-représentés parmi les actifs éligibles par la BoE

Critique 3 : non séparabilité des objectifs de politique monétaire et financière

Considérer que le financement de la transition n'est pas dans le mandat des BC consiste à :

- Ignorer l'impact des (re)financements biaisés en faveur des énergies fossiles sur la stabilité du système financier
- Revenir à la doctrine pre-crise de la séparation de la politique monétaire et de la politique de stabilité financière

B/ Adaptation de la politique monétaire

- Si l'on admet que:
 - La politique (de stabilité) monétaire ne peut être séparée de la politique de stabilité financière
 - Les interventions passées des BC ne sont pas neutres sectoriellement, par rapport aux industries fossiles et au bilan carbone
 - N'est-il pas souhaitable d'envisager une approche différente de la politique monétaire face aux enjeux de la transition énergétique ?

Adapter la politique de refinancement

Quatre recommandations (Matikainen, 2017; Monnin, 2018) :

- Etude d'impact des interventions des BC sur les secteurs haut et bas carbone
- Prise en compte des risques climatiques dans les critères d'éligibilité des collatéraux
- Transparence dans les critères d'éligibilité et la politique d'achat d'actifs
- Politique pro-active des BC en faveur des green bonds et des actifs verts

Statut du Système européen de banques centrales (SEBC), article 2

- « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs [*de l'Union, notamment une croissance soutenable et non-inflationniste, respectueuse de l'environnement, et l'élévation de la qualité de vie*]. »

1/ Etude d'impact des interventions sur les secteurs haut et bas carbone

- Identifier biais potentiels des interventions des BC en faveur des activités émettrices de CO2
- Au-delà, rechercher les effets potentiels des interventions sur la stabilité du système financier (stranded assets, ...)

2/ Prise en compte des risques climatiques dans les critères d'éligibilité des collatéraux

- Les critères d'éligibilité des collatéraux ont un impact sur les prix et primes de risques des actifs (Mésonnier et al., 2017)
- L'inclusion d'un actif dans la liste des actifs éligibles => incitation des IF à acquérir ces actifs => conditions de financement plus favorables (Van Bekkum et al., 2017)
- Inversement, l'exclusion de certains actifs « bruns » serait une désincitation des IF à financer les activités émettrices de CO2

3/ Transparence dans les critères d'éligibilité et la politique d'achat d'actifs

- Les BC devraient s'appliquer à elles-mêmes les recommandation du FSF et de la Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) en matière de transparence
- Les BC pourraient publier leurs critères d'éligibilité et indiquer si/comment elles prennent en compte les risques liés au climat
- Les BC pourraient publier l'exposition de leurs bilans aux risques liés au climat

4/ Politique pro-active en faveur des « green bonds »

- Déséquilibre actuel du marché des « green bonds » avec une insuffisance de l'offre
- Deux contributions possibles des BC pour équilibrer ce marché :
 - Inclure les obligations « bas-carbone » parmi les collatéraux éligibles
 - Participer aux opérations de certification des green bonds et apporter la garantie des BC

Canaux de transmission des refinancements ciblés sur les collatéraux « verts »

- **Canal de la signalisation** => anticipations risques /rendements des actifs
- **Canal large du crédit** (ou du bilan) : réallocation des financements en faveur des activités bas-carbone
- **Canal de la prise de risque** : action sur la tendance à la sous-estimation des risques (externalités, biais court-termiste)

Les pays émergents en avance sur les pays avancés

New Economics Foundation (2017), double constat :

- “Central banks and other regulatory institutions in our case studies (emerging markets) are seriously engaged in green finance issues to a greater extent than central banks in advanced economies ...
One possible explanation for this is the broad acknowledgement that the poorest economies will be the ones first hit by the consequences of climate change ...
- “In countries where central banks have a strong focus on the singular objective of price stability and its act stresses its policy independence, the central bank tends to be less involved in developmental and green finance or allocative policy : case of Korea and Indonesia”

Les pays émergents en avance sur les pays avancés : le cas de la Chine

La Banque populaire de Chine vient de présenter un programme en faveur de la finance verte dont les deux mesures principales sont :

1/ Un dispositif d'évaluation macro-prudentiel (Macro-prudential assessment – MPA) comportant notamment :

- Une taxonomie des actifs verts
- Un système de notation des actifs

Les pays émergents en avance sur les pays avancés : le cas de la Chine II

2/ Refinancement de la Banque populaire de Chine : introduction des « green bonds » et des « crédits verts » parmi les actifs éligibles dans le cadre des programmes « medium-term loan facility - MLF » et « standing loan facility –SLF »

L'éligibilité des actifs verts au refinancement est déterminée à partir du système de notation

Propositions au-delà de la politique monétaire conventionnelle

Nombreuses propositions de la société civile et des milieux académiques pour financer la transition et associer les banques centrales

- QE vert (Murphy & Hines, 2010; FNH, 2016)
- Banques de développement (Grandjean; Plihon&Rigot, 2018; ...)
- **Monnaie carbone (Guttman, 2018))**
- **DTS vert (Aglietta & Espagne, 2018)**

Pour conclure

- La doctrine du central banking et le cadre opérationnel des BC vont continuer d'évoluer face au défi de la transition énergétique
- Avancées récentes des BC plus importantes sur le pilier risques/supervision que sur le pilier (re)financement/politique monétaire
- Les BC des pays émergents sont en avance
- Après les banquiers centraux keynésiens de l'après-guerre, « conservateurs » de la période néolibérale, une nouvelle génération de banquiers centraux « écologistes » au 21^{ème} siècle ?

Références bibliographiques

- Blanchard O. (2011) “Monetary Policy in the Wake of the Crisis”, IMF Macro Conference
- Bouleau N. (2018), « Le mensonge de la finance – Mathématiques, le signal prix et la planète », éd. De l’Atelier
- Corporate Europe Observatory (2016), “The ECB’s ‘quantitative easing’ funds multinationals and climate change”, December 12
- Conseil d’Analyse Economique (2010), « Investissements et investisseurs de long terme », 91
- Conseil d’Analyse Economique (2011), « Banques centrales et stabilité financière », 96

Références bibliographiques II

- Matikainen S, Campiglio E, Zenghelis D (2017), “The climate impact of quantitative easing”, Policy paper, London: Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, London School of Economics
- Mésonnier, J.-S., O’Donnell, C., Toutain, O. (2017), « The interest of being eligible », Banque de France, Working Paper No. 636, August
- Monnin P. (2018), “Central banks and the transition to a low-carbon economy”, Council of Economic Policy, March
- New Economics Foundation (2017), “Green central banking in emerging market and developing country economies”
- Plihon D. & Rigot S. (2018), « Pourquoi manque-t-on d’investisseurs de long terme ? », Revue d’Economie financière, juillet