

# “Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l’Union européenne”

de S. Jourdan et W. Kalinowski

Discussion par  
Benoît Nguyen

Banque de France<sup>1</sup>

20 mai 2019, MSE, Paris

---

1. Les opinions présentées n’engagent que leur auteur et ne reflètent pas nécessairement les vues de son institution

*"La stabilité climatique est, à long terme, l'un des déterminants de la stabilité financière. Cet aspect est encore plus important pour nous en Europe, car les Traités confient à l'Eurosystème la mission d' "apporter son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union"; cela comprend "le développement durable de l'Europe fondé sur [...] un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement"*

*– François Villeroy de Galhau, "La finance verte – Une nouvelle frontière pour le XXIe siècle." – Amsterdam, avril 2018*

*"On ne veut pas déformer la structure de marché. On pourrait demander à la BCE d'ajouter un objectif climatique à l'objectif de stabilité des prix, mais dans ce cas-là on rentre dans un débat politique. Pourquoi le climat plus que la parité, plus que l'emploi ? C'est une question politique, on ne peut pas le décider nous-même."*

*– Benoit Coeuré – France Inter, 4 janvier 2019*

# Résumé du papier

Point de départ des auteurs : Battiston et Monasterolo (2019), les achats de titres de la BCE sont alloués en fonction des encours existants de dette brune/verte, “occasion manquée” de favoriser la seconde. Idée que la banque centrale peut et devrait rendre plus coûteux le financement de l'économie “brune”.

Série de recommandations pour une action publique plus verte :

- Diriger le portefeuille CSPP (achats de titres corporate par l'Eurosysteme) vers des actifs verts, par ex. refuser de réinvestir dans des titres d'émetteurs sans bilan GES
- Rendre plus difficile le financement de l'économie brune, favoriser l'investissement public vert. ex. modifier le cadre de collatéral de la banque centrale “décote écologique”
- Favoriser la transparence : agence publique de notation “verte”, harmonisation du reporting ESG, des méthodologies et des taxonomies

## En filigrane

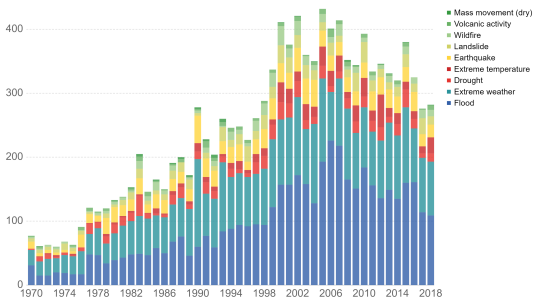
- Le mandat de la banque centrale est-il adapté à en faire un acteur du verdissement de l'économie ?
- Pourquoi le risque climatique n'est-il pas déjà pris en compte par les prix de marché ?
- La banque centrale peut-elle/doit-elle de manière durable affecter les prix relatifs des actifs ? Influencer l'allocation du crédit ?
- Contre quoi la monnaie doit-elle être gagée ? la question du collatéral et de l'actif du bilan de la banque centrale

# Stabilité financière et risque climatique

*“Natural disasters have exceeded the 30-year average of USD 140 billion per annum in 7 of the last 10 years. Since the 1980s, the number of extreme weather events has more than tripled.” [...] “According to a study by the ACPR, in France, 13% of banks’ total net credit was exposed to sectors vulnerable to transition risks in 2016” (NGFS, avril 2019)*

Global reported natural disasters by type

The annual reported number of natural disasters, categorised by type. This includes both weather and non-weather related disasters.



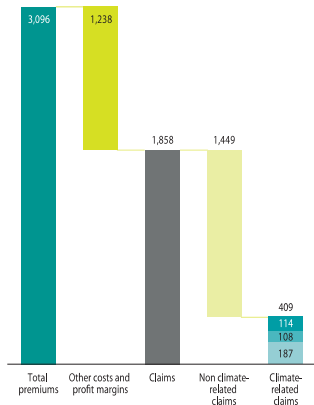
Source: EMDAT (2017); OFDA/CRED International Disaster Database, Université catholique de Louvain – Brussels – Belgium  
OurWorldInData.org/natural-disasters - CC BY

# Stabilité financière et risque climatique

## Increase in climate-related claims in 1.5°C and 3.5°C scenarios

### C1 Estimated climate-related claims burden as a proportion of premiums in 2016

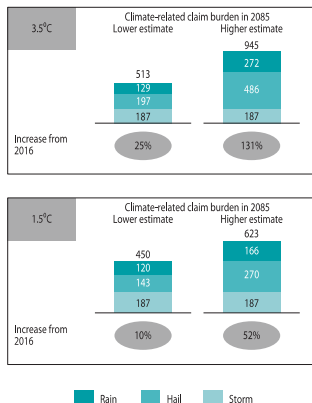
Homeowner's insurance policies (in EUR millions)



Source: DNB, 2017 Waterproof Report.

### C2 Estimated climate-related claims burden in 2085

Homeowner's insurance policies (in EUR millions)

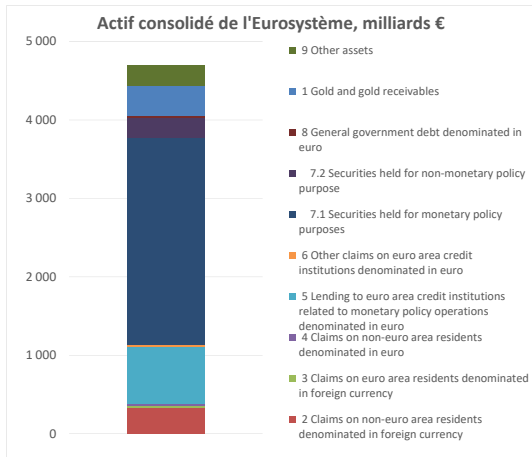


Source: DNB, 2017 Waterproof Report.

## Recommendations du NFGS, avril 2019

1. *Integrating climate-related risks into financial stability monitoring and micro-supervision*
2. *Integrating sustainability factors into own-portfolio management*
3. *Bridging the data gaps*
4. *Building awareness and intellectual capacity and encouraging technical assistance and knowledge sharing*
5. *Achieving robust and internationally consistent climate and environment-related disclosure*
6. *Supporting the development of a taxonomy of economic activities*

# Verdir le bilan de la banque centrale ?



source : BCE

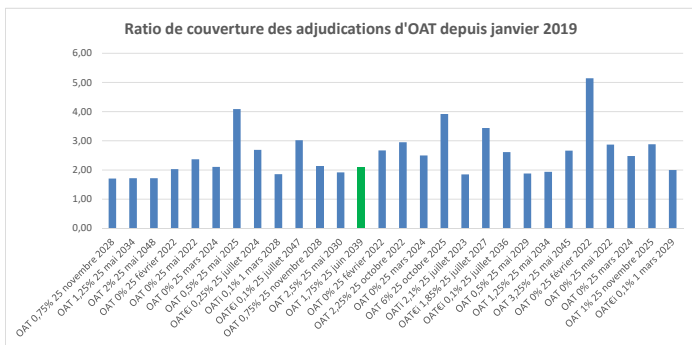


## Un QE vert ?

- QE : expérience conforte la possibilité pour la banque centrale d'affecter les prix d'actifs via des achats d'actifs, cela repose sur l'imparfaite substituabilité entre les actifs (Tobin (1969))
- Un "QE vert" – si son objectif est de renchérir les prix des obligations verte – ne serait efficace que s'il existe une imparfaite substituabilité entre obligations vertes/brunes
- Conséquences collatérales en termes de liquidité (Boneva, 2019), concentration (Boermans and Keshkov, 2018)
- Y-a-t-il suffisamment d'offre obligataire "verte" ?

# Offre et demande d'actifs verts

La demande d'OAT verte est en ligne avec celle des OAT classiques

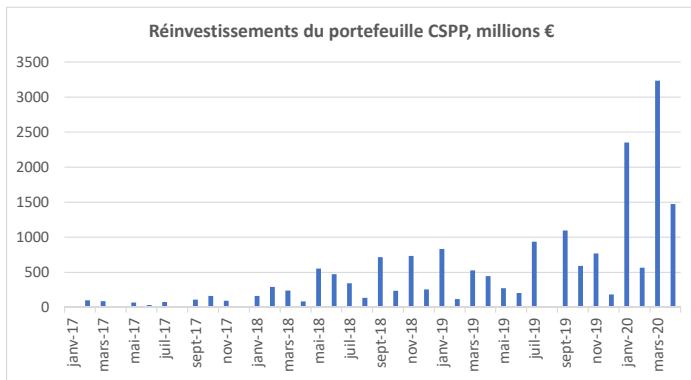


source : AFT

- Existe t-il un “green premium”? Zerbib(2019) suggère un premium de l'ordre de quelques points de base pour les green bonds, parfois non-significatifs.

## La marge de manoeuvre sur le CSPP est réduite

12 milliards d'euros à réinvestir d'ici à avril 2020 dans le cadre du CSPP (contre 180 milliards d'euros dans le cadre du PSPP)



source : BCE

## Une politique de collatéral verte ?

- 14 trillions Eur d'actifs sont éligibles en garantie des opérations de refinancement à la banque centrale
- Ces actifs sont en majorité acceptés comme garantie à leur valeur de marché, et après application d'une décote, elle-même fonction de la notation, de la maturité, etc.
- L'éligibilité elle-même est source d'un premium, difficile à isoler. Elle conditionne le refinancement des portefeuilles d'actifs : feedback-loop mise en évidence dans le cas de dettes souveraines par ex par Acharya-Steffen (2015), Drechsler et al. (2016)
- Idée d'un haircut vert supplémentaire (Schoenmaker, 2019)
- Limite : Interaction avec la fonction de prêteur en dernier-ressort

# Conclusion

- Contribution importante au débat public, un relai aux études académiques existantes
- Nombreuses pistes pour les décideurs de banques centrales et gouvernementaux
- La discussion dépasse le cadre de la politique monétaire : comment améliorer la transparence, la taxonomie, le rating des activités vertes ?
- Nombreuses pistes stimulantes pour les chercheurs !
- Besoin de documenter, tester et recommander