



Les changements climatiques et la politique monétaire

Les banques centrales doivent aider à lutter contre le réchauffement de la planète

Isabel Schnabel

Les conséquences dramatiques des changements climatiques deviennent de plus en plus visibles. Des records de température sont largement battus de nouveau cette année, au Canada, aux États-Unis, en Russie arctique et en Asie centrale. À l'échelle mondiale, les six dernières années ont été les six plus chaudes jamais enregistrées, et les températures en 2020 ont dépassé la moyenne des années 1850–1900 de 1,25 °C (2,25 °F).

Il est difficile de savoir précisément comment les changements climatiques influenceront sur l'économie et le système financier. Actuellement, la Banque centrale européenne (BCE) tente de chiffrer les conséquences des changements climatiques sur les entreprises et les banques au moyen d'un test de résistance appliqué à l'échelle de l'économie. Cette démarche, dont les résultats seront publiés prochainement, s'appuie sur un éventail de scénarios climatiques élaborés par le Réseau pour le verdissement du système financier (Network for Greening the Financial System — NGFS), association internationale de banques centrales et d'autorités de contrôle qui prône un système financier plus durable. Ces scénarios servent à évaluer l'impact potentiel des changements

climatiques sur environ 4 millions d'entreprises à travers le monde et près de 2 000 banques dans la zone euro.

Les résultats préliminaires montrent que, en l'absence de nouvelles mesures d'atténuation, les risques physiques liés aux changements climatiques (vagues de chaleur, tempêtes, inondations, sécheresses, etc.) s'accroîtront sensiblement selon toute probabilité (Alogoskoufis *et al.*, 2021). La probabilité moyenne de défaillance des portefeuilles de crédit des 10 % de banques de la zone euro les plus exposées aux risques climatiques pourrait augmenter fortement, de 30 % d'ici à 2050. Les entreprises de toute l'Europe sont exposées aux risques physiques liés aux changements climatiques, malgré une répartition inégale des risques (voir le graphique).

Par rapport à ces risques, les coûts de la transition vers une économie neutre en carbone semblent relativement limités (de Guindos, 2021). Agir rapidement présente des avantages manifestes. La transition sera peut-être coûteuse à court terme, mais les investissements en amont seront largement compensés à long terme selon toute probabilité, sachant que les entreprises éviteront d'aggraver les risques physiques et récolteront les fruits économiques des mesures d'atténuation. En s'appuyant sur une série de modèles différents, les récents travaux de recherche du FMI corroborent ces conclusions (FMI, 2020). Le message qui en découle est simple : il est temps de prendre des mesures ambitieuses

et diversifiées pour garantir une transition harmonieuse et atténuer les effets des changements climatiques.

Compte tenu de la menace pour l'existence que font peser les changements climatiques, tous les dirigeants doivent réfléchir aux moyens de prendre part à la lutte contre le réchauffement de la planète. Si les pouvoirs publics sont les premiers intervenants, un consensus se dégage autour de l'idée que les banques centrales ne peuvent pas rester inactives. Le NGFS, qui comptait 8 membres au moment de sa constitution en 2017, en dénombre 95 aujourd'hui, auxquels s'ajoutent 15 observateurs, dont l'ensemble des grandes banques centrales. En 2019, le FMI a rejoint le Réseau en qualité d'observateur.

La raison principale pour laquelle les banques centrales devraient prêter davantage attention aux changements climatiques est la probabilité qu'ils nuisent à leur capacité à remplir leurs missions. La mission première de la BCE est la stabilité des prix, objectif qui est commun à la plupart des banques centrales. Selon les données disponibles, les changements climatiques ont des répercussions décisives sur la stabilité des prix et influent aussi sur d'autres domaines

de compétence des banques centrales, par exemple la stabilité financière et le contrôle bancaire.

Les changements climatiques compromettent la stabilité des prix par trois moyens au moins.

Premièrement, les conséquences des changements climatiques pourraient *perturber la transmission des mesures de politique monétaire des banques centrales* aux conditions de financement appliquées aux ménages et aux entreprises, et donc à la consommation et à l'investissement. Les pertes imputables à la concrétisation de risques physiques ou à des actifs non amortis (par exemple les réserves de pétrole qui ne seront pas exploitées en raison de l'abandon des combustibles fossiles dans le monde) pourraient peser sur les bilans des établissements financiers, ce qui réduirait le flux de crédit vers l'économie réelle. En outre, tant que le problème des changements climatiques ne sera pas suffisamment pris à bras-le-corps, les risques pour la transmission de la politique monétaire dus à un accroissement brutal des primes de risque de crédit augmenteront. Les banques centrales elles-mêmes sont exposées à des pertes potentielles, du fait des titres acquis dans les programmes d'achat d'actifs et des garanties fournies par les contreparties dans les opérations de politique monétaire.

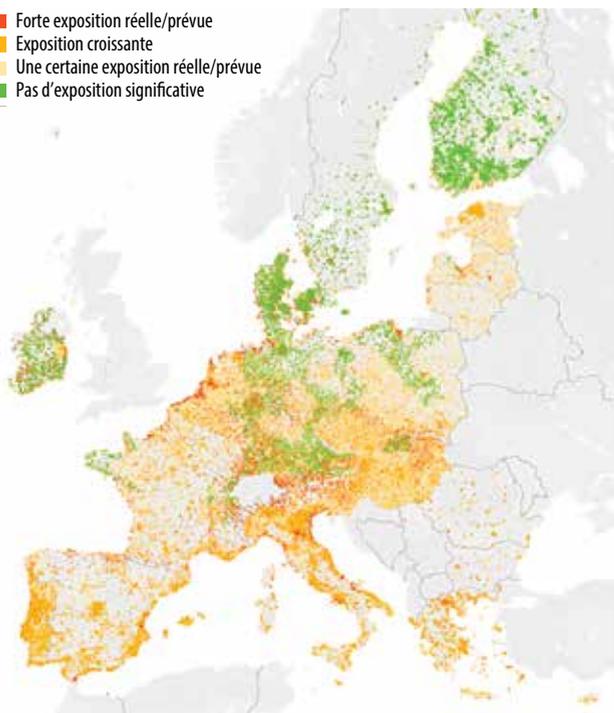
Deuxièmement, les changements climatiques pourraient *réduire encore la marge de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle en diminuant le taux d'intérêt réel d'équilibre*, qui maintient un équilibre entre l'épargne et l'investissement. À titre d'exemple, la hausse des températures pourrait affaiblir la productivité de la main-d'œuvre ou augmenter les taux de morbidité et de mortalité. Les ressources productives pourraient être redéployées afin de financer des mesures d'adaptation, tandis que l'incertitude liée au climat pourrait accroître l'épargne de précaution et amoindrir les incitations à investir. À eux tous, ces facteurs pourraient diminuer le taux d'intérêt réel d'équilibre et donc augmenter la probabilité que le taux directeur d'une banque centrale soit limité. Cela est toutefois loin d'être certain : les taux d'équilibre pourraient au contraire s'inscrire en hausse du fait des innovations et investissements verts et définir une trajectoire qui s'écarte de l'environnement actuel marqué par la faiblesse de l'inflation et des taux d'intérêt.

Troisièmement, les changements climatiques et les mesures d'atténuation de leurs effets peuvent *avoir une incidence directe sur la dynamique d'inflation*. Le passé récent confirme qu'une fréquence plus élevée des risques physiques peut provoquer des fluctuations à court terme de la production et de l'inflation qui accentuent l'instabilité macroéconomique à plus long terme. À moins que les mesures d'atténuation ne deviennent plus vigoureuses, le risque de chocs climatiques encore plus grands s'accroît, avec des répercussions plus persistantes sur les prix et les salaires. En outre, même les mesures d'atténuation, par exemple les programmes de tarification du carbone, peuvent

En danger

Les entreprises dans toute l'Europe sont exposées à des risques physiques liés aux changements climatiques, ce qui peut menacer la stabilité financière.

- Forte exposition réelle/prévue
- Exposition croissante
- Une certaine exposition réelle/prévue
- Pas d'exposition significative



Source : Alogoskoufis et al., 2021.

Note : La couleur grise signifie qu'aucune information n'est disponible.

compromettre la stabilité des prix, ce qui peut entraîner des variations importantes et durables des prix relatifs et creuser un écart entre l'inflation globale et l'inflation hors alimentation et énergie.

Compte tenu de ces facteurs, les banques centrales commencent à intégrer les risques climatiques dans leurs opérations de politique monétaire.

Vers la neutralité carbone

Les questions liées aux changements climatiques faisaient partie intégrante de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE qui s'est achevée en juillet 2021. Nous avons publié un plan d'action ambitieux assorti d'une feuille de route détaillée qui confirment notre vive détermination à continuer à inscrire les questions liées aux changements climatiques dans notre cadre de politique monétaire. L'évaluation approfondie de notre stratégie a montré que les domaines dans lesquels les banques centrales peuvent prendre part à la lutte contre le réchauffement de la planète sont nombreux et que leur liste pourrait s'allonger à l'avenir.

En analysant de manière approfondie les mesures potentielles et en trouvant des solutions pour qu'elles se concrétisent, s'agissant, par exemple, du classement des activités en fonction de leur dimension plus ou moins écologique, la BCE et d'autres banques centrales peuvent jouer le rôle de catalyseurs d'un système financier plus durable. Par ailleurs, en préannonçant des changements de notre cadre opérationnel, nous pouvons encourager les intervenants sur le marché à accélérer la transition vers la neutralité en carbone.

Dans le cadre de son plan d'action, la BCE intégrera les questions liées aux changements climatiques dans son suivi de l'économie, par exemple en renforçant les capacités d'analyse dans la modélisation et la prévision macroéconomiques relatives au climat.

Dans le cadre de sa mission statistique, la BCE élaborera de nouveaux indicateurs statistiques liés au climat, concernant, par exemple, la classification des instruments verts, l'empreinte carbone des portefeuilles des établissements financiers et leur exposition à des risques physiques en lien avec le climat.

En outre, la BCE préconise de publier des informations relatives au climat qui soient concordantes et vérifiables à l'échelle internationale. Elle instaurera des obligations d'information pour les actifs du secteur privé. Il s'agira soit d'un nouveau critère à remplir, soit du fondement d'un traitement différencié à des fins de garantie et pour les achats d'actifs, ce qui pourrait contribuer à accélérer la communication d'informations dans le secteur des entreprises. La BCE commencera à publier des informations climatiques sur ses portefeuilles non liés à la mise en œuvre de la politique monétaire et son programme d'achat d'obligations émises par les entreprises (corporate sector purchase program — CSPP) au premier trimestre de 2023.

À compter de 2022, la BCE réalisera des tests de résistance climatique du bilan de l'Eurosystème, en utilisant la méthode de son actuel test de résistance climatique appliqué à l'échelle de l'économie. La BCE procédera ensuite à une évaluation pour déterminer dans quelle mesure les notes de crédit et valorisations des actifs dans notre dispositif de garanties tiennent compte de l'exposition aux risques climatiques.

La BCE intégrera aussi des critères climatiques dans ses achats d'obligations émises par les entreprises. Dans le passé, l'allocation aux obligations du secteur privé a en général été inspirée par le principe de neutralité du marché, selon lequel les achats reflètent la composition du marché général, afin d'éviter les distorsions de prix relatifs.

Cependant, les secteurs qui produisent beaucoup d'émissions ont tendance à avoir de gros besoins d'investissement en capital fixe à long terme et, en général, émettent des obligations plus souvent. Par conséquent, les obligations éligibles au programme CSPP et le portefeuille de la BCE affichent une forte intensité d'émissions (Papoutsis, Piazzesi et Schneider, 2021). En d'autres termes, le respect du principe de neutralité du marché risque de perpétuer les défaillances du marché préexistantes, voire d'accroître les inefficiences du marché qui se traduisent par une répartition sous-optimale des ressources.

Il semble donc judicieux de remplacer le principe de neutralité du marché par un principe d'efficacité du marché qui intègre davantage les risques et les coûts pour la société liés aux changements climatiques (Schnabel, 2021), en tenant compte de la mise en conformité des émetteurs avec la législation européenne qui met en œuvre l'accord de Paris.

Avec sa nouvelle stratégie et son plan d'action, la BCE reconnaît que les changements climatiques constituent un défi mondial qui appelle une réponse urgente des pouvoirs publics, y compris des banques centrales. Dans le cadre de notre mission, nous sommes déterminés à contribuer à accélérer la transition vers une économie neutre en carbone. **FD**

ISABEL SCHNABEL est membre du directoire de la Banque centrale européenne.

Bibliographie :

Alogoskoufis, S., and others. 2021. "Climate-Related Risks to Financial Stability." *Financial Stability Review*, European Central Bank, Frankfurt.

de Guindos, L. 2021. "Shining a Light on Climate Risks: The ECB's Economy-wide Climate Stress Test." ECB Blog, March 18.

International Monetary Fund (IMF). 2020. "Mitigating Climate Change—Growth- and Distribution-Friendly Strategies." "Mitigating climate change – growth- and distribution-friendly strategies", *World Economic Outlook*, Chapter 3, Washington, DC, October.

Papoutsis, M., M. Piazzesi, and M. Schneider. 2021. "How Unconventional Is Green Monetary Policy?" Stanford University working paper, Stanford, CA.

Schnabel, I. 2021., "From Market Neutrality to Market Efficiency." Welcome address at the ECB DG-Research Symposium "Climate Change, Financial Markets and Green Growth." Frankfurt, June 14.