

Estimation de l'impact du *Quantitative easing* de la Banque centrale européenne sur le financement de la lutte contre le changement climatique par la Banque européenne d'investissement

Michel LEPETIT¹

La présente note² évalue dans quelle mesure la politique d' « assouplissement quantitatif » (*quantitative easing*) initiée en mars 2015 par la Banque centrale européenne (BCE) facilite le financement de la politique d'investissements de la Banque européenne d'investissement (BEI) dans la lutte contre le réchauffement climatique.

Elle indique qu'en dépit du principe de « neutralité » de la BCE, un tel financement existe d'ores et déjà. Cependant, l'ampleur de ce flux de financement apparaît limité.

L'auteur suggère que ce flux de financement pourrait être d'une ampleur plus significative, et constituer ainsi un ressort décisif d'investissements ciblés sur la transition énergétique pour l'Europe et pour ses partenaires.³

Cette note porte sur les politiques publiques suivantes : politique monétaire, financière et climatique, et sur certaines de leurs interactions et synergies, dans un environnement marqué par deux événements historiques :

- des taux d'intérêt durablement bas, voire négatifs, accompagnés de politiques monétaires « non conventionnelles » en Europe
- l'Accord de Paris sur le climat de 2015, ratifié par l'Union européenne.

FINANCEMENT DE LA POLITIQUE CLIMATIQUE DE L'UE PAR SA POLITIQUE MONÉTAIRE VIA SES INSTITUTIONS FINANCIÈRES BCE ET BEI

Achats de titres par la BCE et l'Eurosystème	Achats de titres via le programme <i>Public Sector purchase programme (PSPP)</i>	Dont achats* de titres BEI	Dont achats* directement et indirectement fléchés via la BEI sur la politique climatique	Dont achats* directement fléchés via la BEI (« obligations climatiquement responsables »)
Entre mars 2015 et juillet 2017, en milliards d'euros	1671 Mds€	72 Mds€	15 Mds€	2 Mds€

*Sources : publications BCE, EFSF, BEI et estimations de l'auteur, *The Shift Project*

SOMMAIRE

AU CŒUR DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE DE L'UE, DEUX INSTITUTIONS : LA BEI ET LA BCE	2
Les relations entre la BEI et la BCE	2
Évolution du programme d'achat de titres par la BCE	3
Financement de la BEI par la BCE : estimations à fin 2017	3
Financement de la BEI par la BCE : perspectives à fin 2017.....	4
POLITIQUE CLIMATIQUE, BCE ET BEI	4
BCE et politique climatique	4
BEI et politique climatique	5
Cohérence des politiques publiques.....	5
CONCLUSION.....	6
Politique monétaire de la BCE et financement de la politique climatique de l'UE	6

¹ Vice-président du think-tank *The Shift Project*, chercheur associé au LIED, expert associé à la Chaire énergie et prospérité, président de la société Global Warning. L'auteur tient à remercier Jean-Noël Geist et Matthieu Auzanneau pour leur relecture attentive.

² Cette note fait écho au travail d'histoire économique, financière et énergétique du même auteur sur la période 1974-1984, publié en mai 2017. Ce travail documentaire d'archives porte sur la politique monétaire de la France (Trésor, Banque de France) ciblé sur l'efficacité énergétique après les chocs pétroliers des années 1970. [DOCUMENTS D'ARCHIVES – POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FRANCE ENTRE 1974 ET 1984 ET FINANCEMENT DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE](#) – Michel LEPETIT – Mai 2017

³ Pour une vision globale du sujet, on peut lire le rapport Grandjean au Président de la République – juin 2015 – [MOBILISER LES FINANCEMENTS POUR LE CLIMAT UNE FEUILLE DE ROUTE POUR FINANCER UNE ÉCONOMIE DÉCARBONÉE](#) – chapitre 3.6.5 : *Quel rôle pour la politique monétaire face au dérèglement climatique ?*

AU CŒUR DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE DE L'UE, DEUX INSTITUTIONS : LA BEI ET LA BCE

La Banque européenne d'investissement (BEI a été créée par l'Europe unie en 1957 comme son outil de financement à long terme, afin d'accompagner notamment ses grands projets. Cette mission s'est vue confirmée avec le lancement du Plan Juncker en 2014, dont la mise en œuvre a été confiée à la BEI.

En croissance quasi constante depuis sa création, la BEI⁴ est la première institution financière multilatérale au monde par le volume de ses prêts et de ses emprunts. Elle est l'un des grands émetteurs mondiaux de dette non souveraine, avec en 2016 un total d'encours de 470 Mds€ de dettes pour un total de bilan de 573 Mds€.

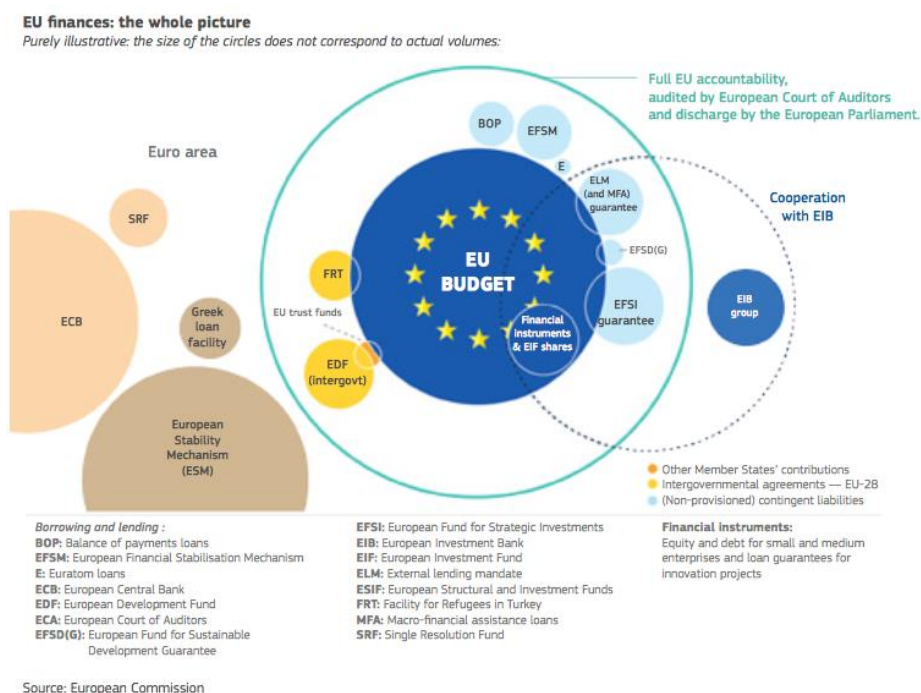
La Banque centrale européenne (BCE) a été créée par l'UE en 1988. Elle est à la tête du SEBC : Système européen de banques centrales (encore appelé Eurosystem), dont fait partie la Banque de France, la Bundesbank etc. La BCE dirige et met en œuvre notamment la politique monétaire de la zone euro de l'UE.

Les relations entre la BEI et la BCE

En mars 2015, la BCE a initié un programme d'achats d'actifs (APP : *Asset Purchase Programmes*⁵) à hauteur de 60 Mds€ par mois, et s'est alors autorisée à acheter (*via* le SEBC) massivement des obligations de dettes souveraines des pays membres de la zone euro, mais également des dettes d'agences nationales et d'institutions internationales dans le cadre du sous-programme PSPP (*Public Sector Purchasing Program*).

La liste complète des émetteurs éligibles au PSPP est disponible sur le site de la BCE⁶. Cette liste n'a cessé de croître⁷ depuis l'origine du programme. La disparité des tailles des établissements éligibles est forte. Trois institutions européennes éligibles sont de taille importante, et présentes depuis l'origine du programme : la BEI, l'EFSF et l'ESM⁸.

On pourra utilement consulter le document de l'UE : *Synopsis of European supranational issuers*⁹ pour une description et une comparaison entre ces grands émetteurs européens de dettes. Une autre source d'informations est la note *Reflection paper on the future of EU finance* de janvier 2017, dont est issu le graphique pédagogique suivant :



⁴Voir le rapport annuel financier 2016 de la BEI : <http://www.eib.org/attachments/general/reports/fr2016en.pdf>

⁵Voir le site de la BCE qui décrit l'ensemble du programme, et ses sous-programmes : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

⁶ Voir sur le site de la BCE le paragraphe « *International and supranational institutions and agencies* »

⁷ On n'analyse pas dans la présente note la BERD (Banque européenne pour la reconstruction et le développement). Sa stratégie est très explicitement orientée vers la lutte contre le changement climatique. La BERD est une banque de financement détenue majoritairement par des pays de l'UE. Son total de bilan est environ le dixième de la BEI (55 G€) à fin 2015. Cependant, elle n'est pas éligible au programme APP. Situé à Londres, son avenir n'a pas encore été évoqué dans le cadre du Brexit.

⁸ Pour une vision globale du marché mondial des émetteurs supranationaux, voir : [Supranational debt issuance more than doubles in a decade – FT 10 août 2017](#). « *In Europe — one of the regions which has seen the highest volumes of supranational debt issuance in the past decade — a sizeable proportion of the increase has come from the eurozone's bailout facilities, the EFSF and ESM, which can lend to troubled economies, such as Greece, at hundreds of basis points lower than they can access the markets themselves.* »

⁹ Page 22 du document [Synopsis of European supranational issuers](#)

Évolution du programme d'achat de titres par la BCE

Dès le lancement du programme APP, la BEI étant l'une des grandes institutions éligibles pour ces achats, des réflexions ont été menées sur les coopérations possibles entre la BEI et la BCE¹⁰.

En mars 2016, le volume mensuel d'achats de l'APP –initialement de 60 Mds€ par mois- a été élargi, avec un montant de 80 Mds€ par mois, et une extension au secteur privé¹¹.

A cette date, le sous-programme PSPP a été adapté par la BCE : le plafond de détention pour les titres d'organisations internationales et les banques de développement multilatérales, dont la BEI, est passé de 33% à 50%. En théorie donc, la BCE pourrait détenir 50% de l'encours de dettes de la BEI.

En avril 2017, le programme d'achats de titres a été réduit à 60 Mds€ par mois, et ce au moins jusque fin 2017. Les perspectives du programme APP pour 2018 et au-delà devraient être présentées à l'automne 2017.

Financement de la BEI par la BCE : estimations à fin 2017

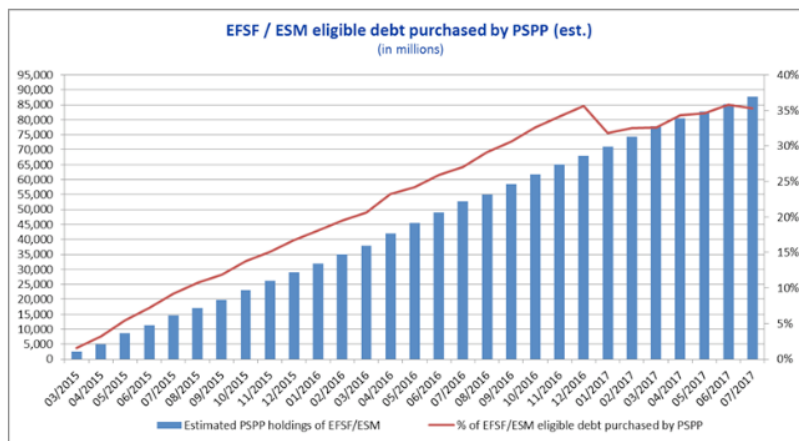
Le volume de titres de la BEI détenus par la BCE est une information non divulguée.

La liste des institutions supranationales éligibles à l'APP étant relativement limitée, et leur taille d'encours obligataires de proportions très diverses, on essaiera ici d'estimer les montants de dettes de la BEI achetées par la BCE¹².

Cette estimation est faite sur la base d'ordres de grandeur et d'approximations. Néanmoins, ces résultats ont été informellement « validés » à l'occasion d'échanges avec des experts directement concernés par le sujet, et ce à plusieurs occasions.

Le montant global cumulé de dettes supranationales (dont la BEI) acquises à l'occasion du programme PSPP est lui connu et s'élevait à 183 Mds€ à fin juillet 2017¹³. Depuis l'origine du programme en 2015, le volume trimestriel de rachat de dettes supranationales a fluctué entre 15 et 23 Mds€.

Hormis la BEI, l'EFSF¹⁴ et l'ESM¹⁵ représentent les institutions les plus importantes de la liste des émetteurs éligibles. A mi 2017, 88 Mds€ de leurs encours de dettes sont détenus par la BCE selon ces institutions¹⁶.



Par la taille de son bilan, la BEI est de très loin l'organisme le plus important dans la liste des autres institutions éligibles.

On fait ici l'hypothèse que la BEI représente $\frac{3}{4}$ des encours de dettes supranationales hors EFSF et ESM. Ce ratio a été estimé par l'auteur de la présente note lors du lancement du programme PSPP, lorsque la liste des établissements éligibles était réduite. On a pu vérifier que les institutions rajoutées à la liste depuis lors étaient de faible taille par leur endettement éligible au programme d'achat par la BCE.

Avec ces hypothèses, on peut alors estimer à 72 Mds€ à fin juillet 2017 les encours d'obligations émises par la BEI achetées par la BCE.

Sur la base du bilan de la BEI à fin 2016, ce montant représentait environ 15 % de l'encours de dettes de la BEI¹⁷.

¹⁰ Voir le rapport du Comité économique et social européen : [MONETARY POLICY AND EUROPEAN INDUSTRY ROLE OF THE EUROPEAN INVESTMENT BANK \(EIB\) 24 mai 2017](#)

¹¹ L'auteur de cette note s'est exprimé sur ce programme d'achat d'obligations d'entreprises privées (CSPP : Corporate sector purchasing programme), et l'absence de prise en compte du risque climat : [Making sure the ECB doesn't finance CO2 emissions](#) – The Shift Project - avril 2016

¹² Ces achats sont réalisés opérationnellement via le SEBC.

¹³ Voir le [reporting mensuel de la BCE](#) sur le programme

¹⁴ European Financial Stability Facility <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>

¹⁵ European Stability Mechanism <http://www.esm.europa.eu>

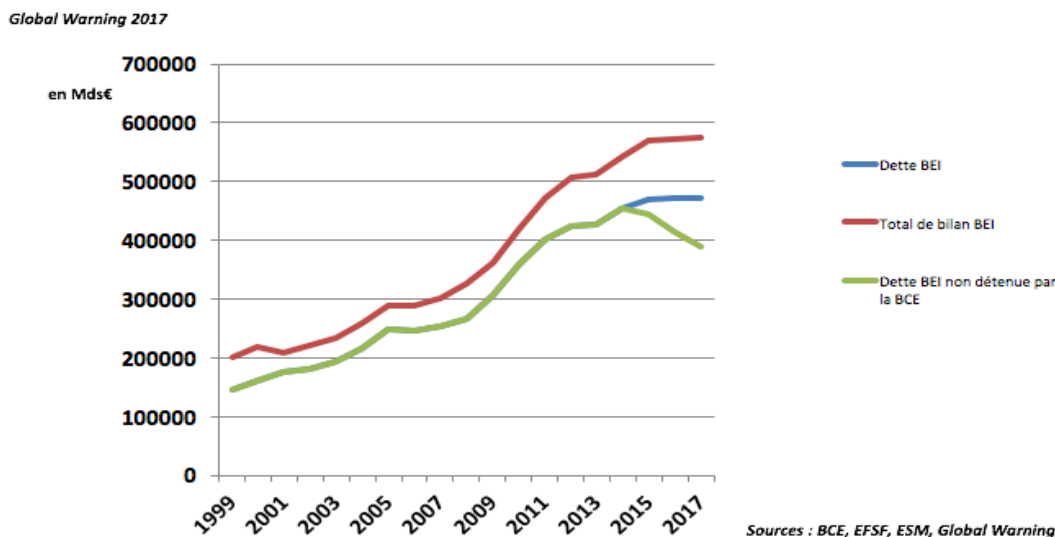
¹⁶ Pour l'ESM/EFSF, le document interne estime que la BCE détient environ 35,3% de l'encours de dette EFSF/ESM, soit environ 87,7 Mds€ au 28/07/17. On prolonge pour les prévisions à fin 2017 la tendance passée.

¹⁷ Le rapport financier BEI 2016 (p 15) indique une limite supérieure à 28% pour la part des titres détenus par la catégorie d'investisseurs « Central bank/gov't institution », dont fait partie la BCE et le SEBC.

Financement de la BEI par la BCE : perspectives à fin 2017

On peut tenter d'estimer avec les mêmes hypothèses, et en prolongeant simplement les tendances, ce calcul pour la fin 2017. La part des titres de dettes BEI détenus par la BCE s'élèvera alors à 17%, avec près de 80 Mds€ de dettes BEI ainsi refinancées par la banque centrale.

Le graphique suivant indique l'évolution du total de bilan de la BEI et de son endettement depuis 1999, ainsi que la part de l'encours de dettes BEI non détenue par la BCE¹⁸.



POLITIQUE CLIMATIQUE, BCE ET BEI

BCE et politique climatique

Pour aucun de ses outils de politique monétaire, la BCE ne prend en compte ni le risque climatique, ni plus globalement les enjeux climatiques européens ou mondiaux¹⁹.

Comme l'a déclaré récemment le président de la Bundesbank (membre du SEBC), Jens Weidmann²⁰, la BCE suit un principe de « neutralité » dans la mise en œuvre de sa politique monétaire :

« Ladies and gentlemen, to foster the necessary transition to a low-carbon economy some observers are actually calling for monetary policy to take climate risks into account.

However, neutrality is an important principle of the Eurosystem's operational framework. In a monetary union with 19 national financial systems, which differ in various ways, it is important not to favour certain financial instruments over other forms of financing. Any type of privileged treatment would increase national differences in the transmission of our single monetary policy ».

La gestion de la politique monétaire menée par la BCE insiste sur cette « neutralité ». Dans ses procédures de gestion du risque, la BCE fait explicitement référence à ce principe de neutralité²¹.

Au-delà du seul sujet climatique, ce principe concerne toute relance européenne envisageant un financement direct de projets d'infrastructures par la BCE²².

¹⁸ On note un ralentissement des encours portés par la BEI, alors même que le Plan Juncker (FEIS : Fonds européen pour les investissements stratégiques) se met en œuvre depuis 2014, piloté par la BEI. On pourra lire à ce propos le rapport critique : [The best laid plans Why the Investment Plan for Europe does not drive the sustainable energy transition](#) – Octobre 2016

¹⁹ Pour une vision globale du sujet concernant la BCE, et aussi la Bank of England, on lira : [The climate impact of quantitative easing](#), S. Matikainen, E. Campiglio et D. Zenghelis, Grantham Research Institute, Mai 2017. La présente note est complémentaire de ce travail.

²⁰ "Green bond issuance and other forms of low-carbon finance" - [welcome and opening speech – 13 juillet 2017](#). M. Weidmann déclare dans ce discours : « *Global warming is among the greatest challenges of the 21st century* ».

²¹ Voir le document : [The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations](#), de juillet 2015 qui n'a étonnement pas été mis à jour pour prendre en compte la mise en œuvre par la BCE de ses politiques monétaires non-conventionnelles, et notamment depuis le lancement du CSPP : « *Risk management seeks to avoid distortions of asset prices or overly influencing market processes and market participants' behaviour. This promotes a level playing field across assets and financial markets and ensures a sufficient level of consistency across central bank operations from a risk management perspective, with the aim of providing risk-equivalent treatment across assets. The Eurosystem abides by the rules of a proper financial market, acting objectively, responsibly and with integrity, not favouring some financial assets and markets over others. If the latter approach were pursued there would be an overall loss of economic welfare* ».

²² Voir par exemple une note d'HSBC : [Quantitative exhaustion – novembre 2015](#) : « *Moreover, should the Western world finally move towards a regime of direct cooperation between the central bank and fiscal policy it is highly unlikely that the eurozone would be at the forefront. As we*

BEI et politique climatique

Contrairement à la BCE, la BEI est aujourd'hui aux avant-postes de la lutte contre le changement climatique. Parmi les orientations stratégiques de la BEI figurent de manière prééminente l'accompagnement de la transition vers une société bas carbone²³ et la prise en compte du risque climatique. La BEI indique dans sa note de stratégie sur le sujet :

« Le changement climatique constitue sans doute le plus grand défi mondial de notre époque. [...]

L'année 2015 marque une étape importante sur la voie d'une économie plus durable à l'échelle planétaire, avec l'adoption d'Objectifs de développement durable et un nouvel accord mondial sur le climat. Si l'on veut relever les défis associés aux changements climatiques, il faut absolument agir sans attendre et de manière coordonnée. L'action en faveur du climat compte parmi les principaux objectifs de l'Union européenne (UE) ».

Il est néanmoins difficile de procéder à une affectation des opérations de la BEI à la thématique « transition énergétique et climatique », et donc d'évaluer précisément la « part climat » de ses opérations. Un document BEI de 2015²⁴ fait toutefois mention de 90 Mds€ de prêts à l'appui de l'action pour le climat au cours des cinq dernières années (2010-2014). Il est donc envisageable que ce volume d'opérations corresponde à 20% des encours à mi 2017, à environ 100 Mds€.

Par ailleurs, la BEI est un acteur historiquement très impliqué dans le développement des « *green bonds* ». L'institution européenne est le plus grand émetteur d'obligations vertes du monde. Elle émet des « obligations climatiquement responsables »²⁵ dont l'encours a régulièrement progressé et qui s'élevait à fin 2016 à plus de 15 milliards d'euros.

Cohérence des politiques publiques

La politique de risque de la BCE en matière de climat est en apparence contradiction avec les textes fondateurs de l'UE, rappelés par le Gouverneur de la Banque de France dans un discours donné en 2015 à l'occasion de la négociation de l'Accord de Paris, qui précisent :

(...) En vertu du statut du Système européen de banques centrales (SEBC), à l'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] ». ²⁶

L'analyse des orientations en matière de politiques publiques des deux institutions BCE et BEI révèle une fois de plus l'existence d'incohérences de ces politiques publiques dans le domaine climatique, comme l'a analysé en 2015 un brillant rapport de l'OCDE²⁷.

have argued in the past, if the eurozone had a single Treasury that was issuing infrastructure bonds then the ECB could consider buying those newly-issued instruments directly. But given the current institutional make-up of 19 member states and one central bank it is not conceivable ».

²³ Voir la stratégie de la BEI en matière d'action pour le climat (juin 2016) : <http://www.eib.org/infocentre/publications/all/eib-climate-strategy.htm?lang=fr>.

²⁴ http://www.eib.org/attachments/thematic/climate_action_fr.pdf

²⁵ Voir : BEI - Obligations climatiquement responsables : http://www.eib.org/investor_relations/cab/index.htm?lang=en

²⁶ Discours de François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France : [Changement climatique : le secteur financier et le chemin vers les 2 degrés](#) – 30 novembre 2015

²⁷ [Aligning Policies for a low-carbon Economy](#) – OCDE – juillet 2015

CONCLUSION

Politique monétaire de la BCE et financement de la politique climatique de l'UE²⁸

Les analyses qui précèdent démontrent qu'indirectement, la BCE participe au financement de la politique climatique de l'UE, via le refinancement de la BEI, très active dans ce domaine.

Par extension du ratio global estimé plus haut (15% de refinancement de la BEI par BCE), et de l'estimation des opérations de la BEI qui seraient soit affectées à l'enjeu sujet climat au sens large (environ 100 Mds€), soit spécifiquement fléchées sur des « obligations climatiquement responsables » (15 Mds€, inclus dans les 100 Mds€ précédents), on peut estimer qu'à mi 2017 :

- La BCE refinancerait indirectement et directement des actions en faveur du climat via la BEI à hauteur de 15 milliards d'euros (15 % des 100 Mds€ directement et indirectement fléchés par la BEI sur la politique climatique)
- La BCE refinancerait directement des « obligations climatiquement responsables » de la BEI pour plus de 2 milliards d'euros²⁹ (15 % des 15 Mds€ spécifiquement fléchés par la BEI sur ce type d'obligations)

Alors qu'on peut s'interroger sur les disponibilités en titres éligibles au programme PSPP³⁰ et sur la poursuite de ce programme au-delà de 2017, le potentiel que représente la BEI restera en outre important.

Enfin, pour aller plus loin dans le financement de la transition par ses institutions financières, l'UE devrait relancer le programme de Société de financement de la transition énergétique (SFTE)³¹ promu notamment par *The Shift Project*. Le gouvernement français, qui s'est inspiré des propositions SFTE en 2014 lors de la mise en place du Plan Juncker, avait notamment suggéré la possibilité de financer un programme massif d'opérations –à hauteur de 120 Mds€ sur 3 ans dans le cadre du Plan Juncker³²– de rénovation énergétique des bâtiments publics en Europe via des financements de la BEI et/ou de la BCE.

²⁸ On peut lire le récent « point de vue » de V. Aussilloux (France Stratégie) sur le sujet : Pour une Europe leader de la transition énergétique, juillet 2017 : « *Le troisième chantier appelle un financement innovant et politique par la Banque centrale Européenne* »

²⁹ Par ailleurs, il est possible que le marché secondaire des *green bonds* de la BEI soit illiquide, et ne permette pas à la BCE d'en acheter, ne trouvant en face d'elle aucun vendeur

³⁰ ECB's bond shortage dilemma sharpens as inflation slows – FT 21 août 2017 <https://www.ft.com/content/532d8c96-836d-11e7-a4ce-15b2513cb3ff>

³¹ Programme de rénovation énergétique massive des bâtiments publics en Europe, soutenu par THE SHIFT PROJECT : 120 G€ sur 3 ans. Voir : <http://projet-sfte.fr>. Ce programme est repris dans les [9 propositions pour décarboner l'Europe](#) associées au Manifeste pour décarboner l'Europe.

³² La proposition française de programme de rénovation massive des bâtiments publics du Commissariat Général à l'Investissement pour la préparation du Plan Juncker (FEIS) est disponible aux pages 172 et 197 du document de l'UE : http://projet-sfte.fr/wp-content/uploads/2015/07/project-list_part-1_en.pdf

On peut y lire : « *Simple, transparent and safe securitization will enable the refinancing of these very long-term loans, high-quality "green bond" infrastructure assets, by the EIB and by institutional investors.* »

La France souhaite une mobilisation des institutions financières européennes : « *EIB intervention and balance sheet optimization: loans, equity, expertise, etc. [...] Calibration and assessment of the intrinsic level of risk in operations: National Central Banks & ECB* »

Le rapport de synthèse SFTE était plus prospectif et écrivait : « *Des solutions de titrisation simple, transparente et robuste faciliteront le refinancement de ces prêts à très long terme, actifs à 100% d'excellente qualité, auprès d'investisseurs institutionnels, de la BEI, ou directement auprès de la BCE dont la politique évolue ostensiblement en 2014 vers un financement fléché de l'économie.* »