

## Comment la crise Covid a bousculé la politique monétaire

### Chapitre 2

# Les banques centrales s'emparent de nouveaux objectifs

La crise Covid a ébranlé l'économie mondiale et c'est grâce aux actions sans précédent des gouvernements et des banques centrales que le pire a pu être évité. Le mode opératoire des banques centrales, une nouvelle fois sous le feu des projecteurs, a été marqué par cet épisode et c'est ce que nous cherchons à décrypter avec cette série de papiers intitulée « Comment la crise Covid a bousculé la politique monétaire ».

*Par Juliette Cohen, Stratégiste, et Bastien Drut, Responsable de la Macro Stratégie Thématique*

La crise Covid est intervenue après une décennie lors de laquelle les grandes banques centrales ont eu du mal à remplir leurs objectifs de stabilité des prix (inflation faible). Si elle a coïncidé par hasard avec une succession de « revues stratégiques » (Fed, BCE, BoE, BoJ), elle a vraisemblablement orienté leurs conclusions. Les grandes banques centrales s'attèlent désormais de façon beaucoup plus nette à d'autres objectifs que la stabilité des prix et l'emploi, comme la lutte contre les inégalités et le changement climatique.

Lorsque l'épidémie de Covid s'est propagée en Europe et aux Etats-Unis, la Fed n'était pas loin de conclure sa revue stratégique et la BCE s'app préparait à commencer la sienne. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont, elles aussi, procédé à une revue stratégique pendant la crise. Et il est fort probable que cette dernière ait influencé les réflexions des banquiers centraux.

### La Fed focalisée sur les inégalités

La Fed a procédé à sa revue stratégique quelques mois avant les autres banques centrales et Jerome Powell en a annoncé les conclusions lors de la conférence de Jackson Hole d'août 2020. Alors que les commentateurs n'ont généralement retenu que le passage à une stratégie d'*Average Inflation Targeting*<sup>1</sup> et le plus grand poids accordé à l'objectif de plein-emploi par rapport à celui de stabilité des prix, un réel changement de philosophie est passé quasiment inaperçu : la prise en compte des inégalités sera désormais un élément central de l'analyse que fait la Fed du marché du travail. La Fed indique que dorénavant son objectif en ce qui concerne le plein-

emploi est d'atteindre une amélioration du marché du travail « généralisée et inclusive », avec l'idée de parvenir à une « économie forte et stable, qui bénéficie à tous les Américains. » Il était déjà bien documenté que la hausse des inégalités économiques aux Etats-Unis avait été très marquée sur les décennies ayant précédé la crise Covid, mais cette dernière les a exacerbées en pénalisant encore un peu plus les moins avantagés : les jeunes ont davantage perdu leurs emplois que leurs aînés, les femmes que les hommes, les moins diplômés que les plus diplômés, les Afro-Américains et les Hispaniques que les Blancs.

Sur l'année qui vient de s'écouler, Jerome Powell a systématiquement indiqué dans l'introduction de sa conférence de presse : « La récession n'a pas touché tous les Américains de la même façon, et ceux qui sont le moins capables d'en supporter le fardeau ont été les plus durement affectés. En particulier, le chômage a très fortement augmenté pour les travailleurs à bas salaire dans le secteur des services et pour les Afro-Américains et les Hispaniques. » Ainsi, l'évolution du taux de chômage des Afro-Américains et des Hispaniques fera partie des variables que les membres du FOMC surveilleront avant de prendre la décision de relever les taux directeurs (probablement en 2022 ou 2023). En septembre 2021, le taux de chômage des Blancs se trouvait 1,2 point de pourcentage au-dessus des niveaux d'avant-crise (février 2020) alors que celui des Hispaniques et des Afro-Américains se trouvaient 1,9 points au-dessus, à respectivement 4,2%, 6,3% et 7,9% de la population active. Les communications régulières de Jerome Powell et du FOMC montrent que la prise en compte des

<sup>1</sup> Pour compenser les périodes d'inflation sous 2%, la Fed tolérera des périodes d'inflation supérieure à 2%.

inégalités entre communautés dans l'analyse économique, même si elle n'en est pas la variable principale, n'est pas neutre pour la conduite de la politique monétaire de la Fed.

Voir Annexes – Graphique 1

## La BCE, la BoJ et la BoE focalisées sur le changement climatique

Il n'est pas nouveau que les principales banques centrales travaillent à déterminer les conséquences du changement climatique sur la stabilité financière. En 2017 déjà, un réseau de banques centrales et de régulateurs fondait le Réseau pour le verdissement du système financier (*Network for Greening the Financial System*, NGFS) pour « améliorer la réponse globale nécessaire pour satisfaire les objectifs de l'accord de Paris ». Les grandes banques centrales (BCE, Fed, PBoC, BoJ, BoE) en font partie.

Toutefois, malgré l'intensification de leurs efforts de recherche sur les impacts économiques et financiers du réchauffement climatique, les grandes banques centrales n'avaient jusqu'à récemment pas pris de mesures fortes sur le sujet. Pour se donner une idée du caractère récent de la mobilisation sur le changement climatique, on peut par exemple rappeler qu'il n'était que très rarement mentionné par les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE avant 2018.

La crise Covid a très vraisemblablement accéléré l'implication des banques centrales en ce qui concerne le changement climatique, avec la prise de conscience que ce dernier participait à la propagation des épidémies<sup>2</sup>, qui, comme l'a montré la crise Covid, peuvent avoir des conséquences économiques très importantes. Le sujet du changement climatique a été l'un des éléments centraux de la revue stratégique de la BCE, qu'elle qualifie de « défi existentiel ». Lors de l'annonce des conclusions de cette dernière, Christine Lagarde a communiqué en juillet 2021 sur un plan d'action sur le changement climatique pour la période 2021-2024<sup>3</sup> :

- pour être éligibles en tant que collatéral dans les opérations de refinancement (MRO, TLTRO) ou dans les programmes d'achats d'actifs (CSPP), la BCE requerra pour les actifs du secteur privé la publication d'informations de soutenabilité environnementale. Des annonces détaillées seront faites en 2022,
- la BCE ajustera son programme d'achats d'obligations d'entreprises (CSPP) en prenant en

**compte des critères climatiques** : cela inclura au minimum l'alignement des émetteurs avec l'accord de Paris à travers des métriques relatives au climat ou à travers leurs engagements. L'objectif ici est de « réduire le biais d'émissions de gaz à effet de serre induit<sup>4</sup> par le principe actuel de neutralité de marché utilisé dans le CSPP ». A partir de 2023, la BCE publiera les informations relatives au climat des détentions de titres CSPP.

- la BCE mettra en place des stress tests climatiques pour le bilan de l'Eurosystème en 2022.

Ces mesures peuvent certes encore paraître vagues ou distantes dans le temps mais les implications à moyen terme pourraient être significatives pour les marchés obligataires européens : à la mi-2021, la BCE détenait via le CSPP environ 20% des obligations des entreprises non-financières libellées en euros.

La Banque du Japon a, elle aussi, annoncé des mesures concrètes en juillet 2021 pour lutter contre le changement climatique. La plus notable d'entre elles consiste en la mise à disposition d'opérations de refinancement aux conditions avantageuses pour les institutions financières finançant des efforts pour lutter contre le changement climatique. Cette mesure devrait être mise en place dès 2021 et pérennisée au moins jusqu'en mars 2031. Les investissements ou prêts éligibles aux opérations de refinancement avantageuses sont 1) les prêts ou obligations vertes (*green loans/bonds*), 2) les prêts ou obligations durables (*sustainability-linked loans/bonds*) dès lors qu'ils sont en lien avec le changement climatique et 3) le financement de la transition. Le taux d'intérêt appliqué lors de ces opérations sera de 0% et les dépôts correspondant à l'équivalent du double des montants empruntés par les institutions financières dans ces opérations seront exemptés de taux négatifs (-0,10% sinon) : une banque qui effectue un « financement vert » peut donc économiser 0,20%. Ce programme s'apparente ainsi à une sorte de TLTRO vert. Il prendra le relais du « Fund-provisioning measure to support strengthening the foundations for economic growth », pesant actuellement environ 68 Mds \$.

Dans le cas de la BCE et de la BoJ, les banques centrales se sont en quelque sorte « auto-saisies » en décidant d'accompagner les politiques climatiques des autorités politiques. Les choses sont un peu différentes dans le cas de la BoE où le gouvernement a explicitement inclus la lutte contre le changement climatique dans le mandat de la banque centrale. En effet, en mars 2021, Rishi Sunak, le chancelier de l'échiquier, a annoncé dans sa

<sup>2</sup> Voir par exemple Rodo X. et al., 2021, "Changing climate and the COVID-19 pandemic: more than just heads or tails", Nature

<sup>3</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1~f104919225.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html)

<sup>4</sup> Schnabel I., 2021, "A new strategy for a changing world"

lettre annuelle au gouverneur de la Banque d'Angleterre que le mandat de cette dernière allait être modifié pour prendre en compte de façon explicite la soutenabilité environnementale et la compatibilité avec une économie décarbonée. En réponse à cette lettre, la BoE a publié en mai un document présentant les « options pour verdir le programme d'achats d'obligations d'entreprises de la BoE<sup>5</sup> » (*Corporate Bond Purchase Scheme, CBPS*). Jusque-là, la BoE respectait avec son CBPS, tout comme la BCE avec son CSPP, un principe de « neutralité de marché », selon lequel elle déterminait le poids des secteurs dans ses achats en reprenant le poids de chacun d'entre eux sur le marché de la dette corporative. L'interprétation que fait la BoE de la lettre de Sunak est qu'elle devait remettre en cause ce principe avant la fin de l'année 2021.

**La Fed semble moins en pointe sur le sujet du changement climatique, vraisemblablement car elle n'a que rarement acheté des titres privés (et à chaque fois à titre temporaire), car elle n'organise pas de grandes opérations de refinancement de type LTRO comme celles de la BCE ou de la BoJ et car l'administration précédente ne la poussait pas du tout à aller dans cette direction.** D'ailleurs, Jerome Powell a dit en juin 2021 que le changement climatique n'était pas l'un des facteurs principaux pris en compte dans les décisions de la Fed.

**Pour les banques centrales, il est très clair qu'il y aura un « avant » et un « après » la crise Covid en ce qui concerne la nature de leurs objectifs, notamment car celle-ci a coïncidé avec une succession de « revues stratégiques ». La Fed sera beaucoup plus soucieuse des inégalités entre les différents groupes sociaux pour évaluer si les Etats-Unis sont parvenus à l'objectif d'emploi maximum. De leur côté, la BCE, la BoJ et la BoE sont en train de passer du stade de la déclaration d'intérêt et d'intention à la prise de mesures concrètes en ce qui concerne le changement climatique.**

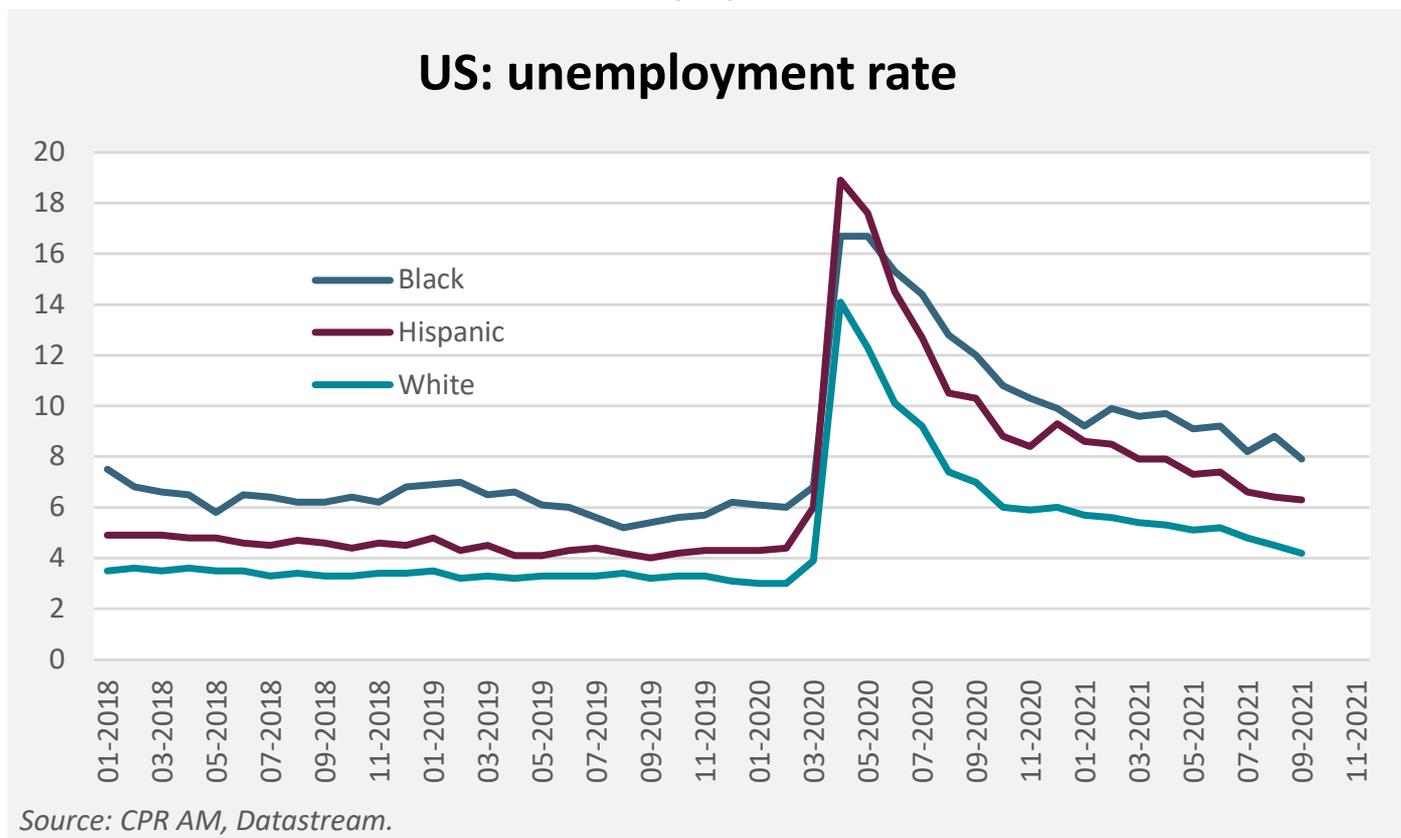
*Publié le 25 octobre 2021*

---

<sup>5</sup> BoE, 2021, "Options for greening the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme"

Annexes

Graphique 1



**Information :**

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site [www.cpram.fr](http://www.cpram.fr) ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

**CPR Asset Management**, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.



[cpr-am.com](http://cpr-am.com)



[@CPR\\_AM](https://twitter.com/CPR_AM)



[cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)