

APRES LA COP 21, MOBILISER LA FINANCE POUR LA CROISSANCE SOUTENABLE

Par Michel Aglietta

Le 2 mars 2015

La situation de l'économie mondiale est de plus en plus inquiétante. Dans sa dernière mise à jour de février 2016 l'OCDE tire la sonnette d'alarme. Les maux sont bien connus, mais ils s'aggravent et se généralisent : demande anémique, investissement atone et risques d'instabilité financière accentués par le retour de la fragilité bancaire et de la volatilité des marchés. Dans les pays occidentaux, particulièrement en Europe, la responsabilité est bien connue ; c'est la tétanisation des pouvoirs publics devant les politiques exceptionnelles qu'il faudrait mener dans une situation durable de paralysie des ressorts spontanés des économies.

Les gouvernements se sont défaussés sur les banques centrales depuis trop longtemps, de sorte que les efforts remarquables de ces dernières pour éviter la déflation ont commencé à entraîner des effets pervers. La concomitance des politiques d'achats d'actifs financiers et de l'instauration de taux négatifs sur les réserves bancaires a poussé les taux obligataires à devenir négatifs sur un bon quart des encours mondiaux. Une détérioration sournoise des situations financières s'ensuit pour les banques et les investisseurs institutionnels sur leurs passifs garantis. En conséquence, l'aversion pour le risque se conjugue aux anticipations pessimistes de disparition de l'inflation pour mettre les projets d'investissement en sommeil.

Ce glissement vers la récession paraît d'autant plus hallucinant que les gouvernements sortent de la COP21, où ils ont proclamé des intentions dont la réalisation requiert des investissements très ambitieux. Les résultats de la COP21 ont l'avantage de donner une cohérence et une visée de long terme à ces propositions en même temps qu'une justification incontestable de leur urgence. C'est cette cohérence que l'on explicite dans cette note.

En Europe il faut à la fois de lourds investissements d'infrastructure allant au-delà des intentions du plan Juncker et un entraînement sur une myriade d'investissements

Synthèse

d'efficacité énergétique et de préservation de l'environnement dans le secteur privé. L'UE doit donc spécifier quantitativement l'objectif d'abattement de CO₂eq pour les 5 prochaines années et les gouvernements contribuer à cet objectif en apportant une garantie financière aux investissements dont les résultats ont été certifiés.

L'UE doit pour cela instituer une valeur sociale du carbone suffisante pour combler l'écart entre le rendement social d'investissements bas carbone et le rendement pour l'entreprise. Les gouvernements doivent établir des agences indépendantes de certification qui délivreront des certificats-carbone aux entreprises de valeur proportionnelle aux volumes de carbone abattus. Les entreprises transmettront à leurs prêteurs ces certificats en remboursement de leurs prêts. La mobilisation de ces actifs financiers par les prêteurs requiert une titrisation organisée par les banques publiques de développement, créant soit des titres simples que les prêteurs pourront porter au refinancement de la banque centrale, soit des crédits structurés dont les tranches senior seront acquises par les investisseurs financiers responsables en manque d'actifs longs et sûrs.

INTRODUCTION

La COP21 a produit des résultats qui permettent d'engager les forces vives de la société au-delà des rapports interétatiques qui ont rythmé jusqu'ici les étapes de la convention climat pilotée par les Nations Unies. Mais le défi climatique n'est pas qu'une affaire de tonnes de carbone. On ne le relèvera pas indépendamment des autres défis que sont la croissance anémique, le chômage, l'instabilité financière et la réduction des inégalités.

Car plus de huit ans après le début de la crise financière, il est plus que temps de changer de cap. La situation économique mondiale s'est aggravée entre l'Asie en surcapacités de production, l'Europe en défaut de demande, la dépression des pays producteurs de matières premières et une économie américaine en haut de cycle conjoncturel et incapable de tirer le reste du monde, d'autant que son industrie manufacturière est déjà en récession.

En Europe, les deux priorités immédiates pour sortir de l'immobilisme sont de distribuer du pouvoir d'achat à ceux qui le consomment le plus et d'engager un programme d'investissements en infrastructures dans les perspectives ouvertes par la transition climatique. C'est à partir de ces réponses à la crise globale que l'on peut engager une réflexion mobilisant les collectivités locales, les entreprises, les investisseurs responsables et les citoyens sur les voies et moyens d'amorcer un mouvement d'idées en vue d'un développement équitable et soutenable pour l'environnement. La transformation de la finance est l'enjeu majeur d'un « nouveau plan Marshall » pour le développement durable.

Encore faut-il être conscient de l'urgence ; ce que les gouvernements européens, pétrifiés dans leurs schémas d'austérité budgétaire et d'obsession pour la compétitivité, donc lancés dans une course suicidaire de baisse des coûts salariaux, semblent impuissants à saisir en dépit des appels réitérés des dirigeants de la BCE.

La crise financière est entrée dans une phase où elle balaye le monde entier. La glissade des bourses mondiales et l'extension des rendements nominaux négatifs à un montant de \$5,5 trillions d'obligations jusqu'à 8 ans d'échéance, pointent dans une seule direction : selon les anticipations des marchés financiers, la récession mondiale est en route. Plus fondamentalement, l'instabilité financière de 2015, aggravée par la tourmente du début 2016, apporte des arguments supplémentaires à l'hypothèse majeure qui a été formulée dès 2013 : *la stagnation séculaire*, combinant une rentabilité marginale nette du capital très basse, voire négative, une anémie de l'investissement productif et des anticipations d'inflation atones, est l'horizon des économies sans reprise en main par le politique.

Pour retrouver les chemins de la croissance, il faut engager la mutation du régime de croissance, source de nouveaux territoires de rentabilité, parce qu'ouvrant de nouveaux champs à la productivité et à l'amélioration conjointe des modes de vie des populations. Pour la première fois, la COP21 ouvre la possibilité de mobiliser la finance pour la transition bas carbone des économies. Est-ce une voie vers la mutation du régime de croissance ? Réfléchissons à cette question, mais inscrivons-la dans le problème plus vaste de la transformation de la finance pour l'investissement des infrastructures comme axe d'un régime de croissance régénéré.

QUELS RESULTATS DE LA COP21 VERS UN SYSTEME FINANCIER POUR LE CLIMAT ?

Parce que les besoins de financement sont énormes, le sujet du financement s'est invité dans les négociations climat. Deux textes ont été adoptés à Paris : la Décision dont le contenu s'applique avec effet immédiat, et l'Accord qui a pour but d'établir un cadre juridique pour l'action climatique après 2020.

Le paragraphe 109 de la Décision reconnaît une valeur économique, exprimable en unités monétaires, entraînant des bénéfices pour la santé, l'adaptation et le développement durable, aux activités portées par des investissements tournés vers la réduction des émissions de GES (gaz à effets de serre). Cette valeur de référence du carbone ne doit pas être confondue avec une éventuelle tarification du carbone destinée à décourager les pollueurs. Cette double valorisation créerait d'un côté un prix positif du carbone évité, donc un *bonus* pour les entrepreneurs s'engageant dans les investissements productifs nouveaux, imposerait de l'autre un prix à payer pour le carbone émis, donc un *malus* pour décourager les pollueurs. Cette réforme, éminemment politique, libérerait les nouveaux investissements bas carbone des blocages découlant du combat d'arrière-garde du lobby des énergies fossiles. En effet, la valeur de référence, ou valeur sociale du carbone (VSC), s'insère dans le calcul des rendements prospectifs des projets d'investissement de long terme. Elle n'est pas un prix de marché. Elle peut donc être immédiatement une valeur élevée d'incitation à investir, tournée vers l'objectif d'un niveau d'émission nette neutre après 2050.

L'article 2 de l'Accord mentionne l'alignement de tous les flux financiers sur un modèle de financement tourné de manière prioritaire vers un développement bas carbone. Il envoie un signal fort en faveur du redéploiement de l'épargne vers les investissements de la transition bas carbone. Sa mise en application pose le problème de la transformation de la finance qui s'est avérée incapable d'une vue longue et d'une aptitude à financer des investissements réels depuis la crise.

Un autre progrès de la COP21 est la sortie du cadre exclusif des acteurs publics intervenant au sein de la Convention Climat des Nations Unies. Il y a eu un appel à l'inclusion des acteurs sociaux et économiques dans une dynamique d'ensemble. Les institutions financières ont été citées au rang d'acteurs clés. Notamment les banques centrales se sont engagées au sein du Conseil de Stabilité Financière à définir des méthodes d'évaluation du risque climatique dans les instruments financiers portés par les institutions financières, et à élaborer les tests de stress pour déceler le risque systémique qui pourrait y être logé.

Cette approche se distingue de la proposition « *mainstream* » consistant à rechercher la solution du problème du manque d'investissements exclusivement dans un marché du carbone ou dans une fiscalité carbone. Cette proposition a elle-même plusieurs variantes. La plus extrême est celle d'un marché mondial unique de contrôle des droits à polluer (*cap-and-trade*) assorti de transferts considérables pour prendre en compte le problème de l'équité entre pays par rapport aux responsabilités historiques dans la pollution globale. D'autres propositions visent à contrôler la consommation énergétique au niveau national, en liant ou non la tarification du carbone au prix des énergies fossiles. Mais dans tous les cas un prix du carbone, suffisamment élevé pour être efficace

sur le redéploiement du système productif, entraverait gravement la croissance des pays moins avancés, hormis des transferts internationaux d'ampleur irréaliste qui créeraient des querelles politiques sans fin.

Au contraire, la proposition présentée plus haut, qui ressort de la COP21, sans rejeter la nécessité d'améliorer la tarification du carbone en commençant par profiter du prix très bas du pétrole pour éliminer les subventions aux énergies fossiles, met l'accent sur la transformation du système financier public et privé pour pouvoir amorcer la transition vers le nouveau régime de croissance. Car les révolutions industrielles du capitalisme, portant des vagues d'innovations majeures, ne se produisent pas sans transformations de la finance. C'est l'Etat qui donne l'impulsion aux innovations radicales par des investissements massifs dans certains secteurs. Il construit l'horizon prospectif qui entraîne le secteur privé par la médiation de la finance. Car c'est le secteur financier qui peut à la fois induire l'émergence d'une demande pour les projets et une offre de fonds ciblée sur les caractéristiques des investissements. Le changement paradigmatique vers la prépondérance du rôle de la finance a commencé à Cancun (2010) avec l'annonce de la création du Fonds Vert pour le climat. Dans la préparation à la COP21, les administrations financières des Etats ont été incluses dans les négociations. La nécessité de structurer une finance pour le climat en relation avec les intentions des gouvernements de réaliser les contributions qu'ils annoncent à la réduction globale des émissions est mieux comprise dans un certain nombre de pays. Il s'agit donc de voir sur quelles institutions financières s'appuyer

LE ROLE DES INVESTISSEURS RESPONSABLES ET DES BANQUES CENTRALES DANS L'ALIGNEMENT DES PORTEFEUILLES FINANCIERS SUR LES OBJECTIFS CLIMATIQUES

Que veut dire une finance orientée vers le développement durable ? La finance est tournée vers la création de valeur qui s'exprime monétairement et qui se réalise sur des marchés. L'adéquation entre le rendement du capital financier et les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) par lesquels les investisseurs appréhendent les modèles d'entreprise contribuant à la croissance soutenable ne va pas de soi.

Un investisseur responsable est un intermédiaire financier qui collecte des montants élevés d'épargne (compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds souverains) et qui développe des stratégies d'allocation de cette épargne en reconnaissant les interdépendances entre les évaluations financières et non financières qui participent d'une conception élargie de la richesse des nations. Il en est ainsi parce que ces investisseurs comprennent que les tendances lourdes qui dégradent la vie des sociétés ont des conséquences néfastes à long terme sur le rendement financier du capital.

La recherche de stratégies visant à soutenir les rendements des actifs en incorporant les enjeux de soutenabilité pose un problème majeur aux investisseurs financiers, car elles mettent radicalement en question l'hypothèse d'efficience qui guide l'allocation d'actifs selon la doctrine que l'on peut appeler « fondamentalisme du marché ». Cette doctrine conduit à des pratiques de gestion passive :

benchmarking selon des indices de marché, recherche de profit à court terme par arbitrage, mesure du rendement ajusté du risque où le risque se limite à la volatilité du marché.

Les critères ESG en sont exclus parce que leur influence sur l'économie passe en grande partie par des externalités, c'est-à-dire par des interdépendances que les marchés financiers n'évaluent pas. Or les externalités ne sont pas des exceptions. Elles sont dominantes dans les interdépendances environnementales, mais aussi dans les modes de coopération au sein et entre les entreprises, lesquels constituent des systèmes d'innovation, principales sources de progrès technique, donc de rentabilité.

Les investisseurs responsables doivent donc internaliser ces externalités pour faire valoir les critères ESG. Ils sont conduits à s'impliquer dans la gouvernance des entreprises où ils investissent pour infléchir les modèles de gestion dans le sens d'une sensibilité aux critères ESG. Ils doivent aussi se doter d'instruments pour évaluer l'impact des externalités positives et négatives sur les rendements internes des projets d'investissement des entreprises.

Il faut donc une masse critique suffisante d'investisseurs qui doivent devenir responsables pour que des effets macroéconomiques significatifs se manifestent. Cette évolution est en marche. Des clubs d'investisseurs formant des coalitions dédiées à une décarbonation graduelle des portefeuilles s'engagent à un redéploiement des placements dans les entreprises intensives en carbone vers des investissements d'efficacité énergétique à travers les classes d'actifs. Cela passe par la définition de portefeuilles diversifiés et compatibles avec une trajectoire vers un réchauffement climatique ne dépassant pas les 2°C.

La progression de la recherche sur une métrique carbone pour évaluer les rendements et les profils de risque des actifs va permettre une réorientation progressive des portefeuilles vers des allocations stratégiques déformées par rapport au portefeuille de marché en vigueur, allocations que l'on peut appeler « *ESG smart β* ». Aller plus loin, c'est entrer dans l'univers des actifs alternatifs. Les clubs d'investisseurs responsables peuvent cibler des enjeux et des secteurs en fonction d'une prospective macroéconomique sur les déterminants futurs des investissements d'un régime de croissance soutenable. Ils peuvent inciter des entreprises à s'organiser en réseaux pour mieux internaliser les externalités.

L'alignement des portefeuilles financiers sur une norme appelée « portefeuille 2°C » implique l'élaboration d'une métrique des risques pour estimer de combien les portefeuilles existants, mais aussi les modèles de gouvernance des entreprises, dévient de la trajectoire des investissements productifs requis pour atteindre l'objectif de 2°C. Ces évaluations doivent aussi être mobilisées par les acteurs publics pour cibler leurs investissements, les incitations fiscales à promouvoir, la garantie des crédits par certification des contributions à l'objectif climatique et les refinancements monétaires de ces crédits certifiés.

L'engagement des banques centrales est, en effet, indispensable. D'ailleurs le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, a récemment souligné les risques nouveaux que le changement climatique faisait peser sur la stabilité financière. Les risques « physiques » sont les impacts des événements climatiques sur la valeur des actifs financiers. Les risques juridiques sont les impacts

des litiges et des procédures judiciaires engagés par les victimes de désastres naturels imputables au changement climatique à l'encontre de ceux qui sont poursuivis en tant que responsables de ne pas avoir pris les dispositions de protection contre ces changements. Les risques de transition sont les risques financiers provoqués par les changements de politiques, les mutations technologiques et toutes les transformations susceptibles de provoquer des valorisations très différentes des moyennes actuelles sur de vastes ensembles d'actifs financiers, au fur et à mesure où les coûts et les bénéfices des actions prises deviennent apparents.

Les banques centrales seront conduites à se préoccuper de ces risques pour leur politique macro prudentielle dans les méthodes d'évaluation conduisant à la conception d'instruments financiers qu'elles seront susceptibles d'accepter.

FINANCER LE LONG TERME DANS LES CONDITIONS DU CHANGEMENT CLIMATIQUE : L'IMPORTANCE DES BANQUES PUBLIQUES DE DEVELOPPEMENT ET DE LA MONNAIE

Selon Nicholas Stern, le monde devra investir \$90 trillions en infrastructures de développement soutenable dont la majeure partie dans les pays en développement. Or l'économie mondiale est prise dans le cercle vicieux de la croissance basse avec un déficit d'infrastructure en dépit d'une épargne abondante. Il faut donc augmenter la capacité des banques de développement à investir dans les infrastructures, tandis que les fonds publics d'assistance au développement doivent être plus actifs dans les garanties et financements concessionnels.

Les financements de projets d'infrastructure à long terme présentent des risques que la finance de marché n'assume pas. Ce sont les apports de capitaux immobilisés pendant de longues périodes (*upfront costs*) reliant des phases successives de réalisation des investissements. Ces risques sont très difficiles à estimer (danger de sous-estimations grossières) et à assurer. Ce sont des investissements dont la raison d'être est de créer des externalités positives sur l'économie. Leur rendement social est donc supérieur au rendement financier. C'est d'ailleurs pourquoi ces investissements sont sous-produits dans la logique de la finance de marché. L'action publique est donc indispensable. Lorsqu'il s'agit de biens publics purs, on s'accorde à penser que le financement budgétaire organisé dans l'aide publique au développement est le plus approprié. Lorsqu'il s'agit d'activités à externalités positives, deux possibilités se présentent: des arrangements entre apports publics et financements privés (*public private partnerships*, PPPs), ou plutôt des intermédiaires financiers équipés pour ces investissements que sont les banques publiques de développement.

Concernant la finance climatique, l'institution publique multilatérale est le Fonds Vert pour le climat (*World Green Fund*) créé en 2010 à Cancun et qui devrait être doté d'un capital de \$100mds d'ici 2020. Ce Fonds devrait mener des politiques de transition énergétique dans les pays en développement. Mais les pays avancés renâclent à le financer et la participation du secteur privé est illusoire. La logique privée n'est pas de couvrir des horizons très longs et lorsque le secteur privé s'engage, c'est pour bénéficier de conditions favorables pour des investissements bien choisis qui auraient été faits de toutes façons, pas pour des investissements additionnels.

En admettant un apport des gouvernements financés sur des taxes carbone progressives que les pays avancés devraient établir pour capitaliser en partie le Fonds Vert, Dominique Strauss-Kahn propose de financer le complément par émission de Droits de Tirages Spéciaux (DTS). Pour les pays développés, ce serait une création de liquidités qui se substituerait aux engagements budgétaires. Pour les pays en développement ce serait un accroissement de réserves des banques centrales. Mais le FMI doit seulement émettre la monnaie pour que le DTS, un bien public global, finance un autre bien public global, l'abattement du carbone dans l'atmosphère. Le processus de sélection des projets, de vérification et de certification des investissements réalisés requiert une expertise fournie par une agence indépendante.

Le rôle des PPPs dans le financement du développement est insignifiant. Les acteurs privés évitent les projets nouveaux et les investissements risqués. Ils préfèrent entrer dans des projets préexistants s'ils peuvent y prendre des positions de quasi-monopoles. Cela fait grimper les coûts par rapport au financement public. Les garanties de rendement minimum exigées sont des engagements contingents fort coûteux pour les gouvernements. Le résultat social de ces combinaisons est donc rarement positif.

Les banques publiques de développement sont les acteurs financiers prépondérants pour financer des projets de grande taille et de longue maturité qui engendrent des externalités positives. Elles ont mandat pour supporter de tels projets. Car leurs engagements sont à long terme et alignés sur leur mandat. Leur capital est possédé par des entités souveraines (nationales ou internationales) à haute crédibilité financière. Il en découle une capacité à emprunter à long terme à des coûts bas sur les marchés obligataires internationaux.

Les banques de développement entrent dans la gouvernance des projets d'investissement parce qu'elles ont l'expertise pour la sélection, l'évaluation et le monitoring. Elles sont donc des partenaires directs aux choix des technologies, des montants et des localisations. Ces banques peuvent attirer d'autres prêteurs et fournir un levier à leurs ressources. Leurs caractéristiques uniques en font l'intermédiaire qui porte un modèle de finance globale alternatif au modèle Wall Street dominé par les banques d'affaires privées et les banques universelles.

La transformation de la finance pour le développement durable sera structurée par les banques de développement avec lien à la banque centrale, comme cela a lieu en Allemagne. En prenant une dimension multilatérale, les banques de développement peuvent financer des projets d'intégration de régions entières du monde, comme en Asie avec l'Asian International Infrastructure Bank (AIIB) qui a des actionnaires publics de plus de 40 pays. Les banques de développement peuvent donc devenir leaders dans les projets transnationaux si elles parviennent à maîtriser les chausse-trappes de la coordination dans l'action collective. Elles peuvent jouer un rôle contra-cyclique et préserver les pays en développement vulnérables financièrement des chocs économiques externes et des désastres naturels.

Les grandes banques de développement nationales (CDB et Ex Im Bank en Chine, KfW en Allemagne) sont devenues des acteurs internationaux. Des banques multinationales sont créées (AIIB en Asie, Banque du Sud en Amérique latine, banques des routes de la soie à envergure

globale). L'expansion est loin d'être terminée car il faut combler la pénurie de capital à long terme en réorientant l'épargne mondiale. L'AIB est essentiellement une banque inter asiatique dont le capital est détenu à 75% par les membres de la région. L'AIB va émettre des obligations sur les marchés régionaux et globaux pour financer un réseau intégrateur d'infrastructures dans toute l'Asie. La Banque du Sud (Banco del Sur) est une entité fondée par les gouvernements Sud américains pour promouvoir l'intégration régionale que le Mercosur n'est pas parvenu à faire. Toutes ces initiatives sont combattues par la Banque Mondiale d'obédience américaine qui a créé la *Global Infrastructure Facility* (GIF) pour tenter de mobiliser les investisseurs institutionnels.

On aboutit à un double système de globalisation financière avec la montée en puissance d'un modèle concurrent de celui qui a dominé la globalisation financière depuis plus de trente ans.

Consensus de Washington +US \$ devise-clé	Intégration par financement d'infrastructure +DTS devise multilatérale
Concept clé : efficience des marchés	Concept clé : résilience systémique
<ul style="list-style-type: none"> - financiarisation des entreprises (valeur actionnariale) au niveau mondial - Flux de capitaux liant tous les marchés d'actifs du monde - intermédiation par market making sous la domination des banques d'investissement - PDR international par réseau de swaps de la Fed accordé aux pays respectant les critères politiques imposés par le Trésor américain - Pays en développement forcés d'accumuler des réserves en \$ pour auto-assurance - inconvénient majeur : incapacité de financer les investissements réels à long terme 	<ul style="list-style-type: none"> - Investissement à long terme comme moteur de croissance - Finance structurée pour mobiliser des trillions de dollars d'investissements - Globalisation par la production de biens publics globaux et d'externalités positives - intermédiation par les banques de développement nationales et multilatérales. - FMI comme PDR international (DTS) - Inconvénient majeur : risque de conflits politiques dans la définition, le monitoring et d'exploitation des projets d'investissement

Pour être les avant-gardes d'une transformation de la finance globale, les banques de développement doivent devenir capables de changer les critères d'allocation du capital privé (investisseurs responsables). Elles doivent introduire de nouvelles pratiques de financement pour l'inclusivité et la soutenabilité. Comment introduire ces concepts en Europe pour financer le changement climatique ? Comment combiner les deux modèles de la finance résumés ci-dessus ? Quel rôle peut jouer la banque centrale ?

LEVER LES OBSTACLES A L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME EN EUROPE

Les investisseurs responsables sont les intermédiaires financiers pertinents pour redéployer l'épargne privée. Pour jouer leur rôle, ils ont des exigences à l'égard des pouvoirs publics. Ceux-ci

doivent procurer le cadre réglementaire et les conventions comptables permettant aux investisseurs de se placer dans un horizon temporel long et de développer leurs stratégies sans être perturbés par des contraintes réglementaires et des conventions comptables inadaptées. Les investisseurs responsables attendent aussi des pouvoirs publics qu'ils créent des véhicules d'investissement et des instruments de partage des risques pour pouvoir engager des montants plus élevés de capital vers les enjeux de soutenabilité dans la transition vers une économie bas carbone.

Tel qu'il se construit avec les règles prudentielles de Solvabilité II pour les compagnies d'assurance, les limites quantitatives dans les différentes classes d'actifs pour les fonds de pension et surtout l'introduction généralisée de la valeur de marché dans les normes IFRS, ce cadre ignore les caractéristiques spécifiques de l'investissement à long terme. La comptabilité des actifs en valeur de marché est particulièrement nocive, en ce qu'elle introduit dans les bilans la valorisation à court terme des actifs. Elle fait donc remonter la volatilité des marchés au niveau de la comptabilité des engagements de retraite des fonds de pension, ce qui incite à baisser la prise de risque, contrairement aux besoins identifiés plus haut de neutraliser les risques à court terme des marchés pour prendre des risques économiques plus élevés dans les stratégies de long terme. Les fonds souverains perpétuels et les banques publiques de développement n'ont pas d'engagements contractuels. Leur politique d'investissement est placée sous un contrôle parlementaire ou gouvernemental.

Le problème essentiel des normes IFRS est que des normes cohérentes selon la logique comptable ne le sont pas nécessairement selon la logique économique. La logique comptable aboutit à surévaluer les risques de long terme issus de la volatilité des marchés financiers. Dans une approche de *Value at Risk*, une évaluation pourrait être faite sur une durée proche de la durée du passif de l'institution. Les contraintes de solvabilité pourraient aussi faire l'objet d'une analyse de long terme. Alors que Solvabilité II exige une période de recouvrement qui s'étend de 6 à 21 mois, une période plus longue pourrait être justifiée pour les institutions qui ont des passifs de long terme. Aussi, afin de prendre en compte une vue de long terme, des mécanismes de lissage de profit pourraient être introduits. Sur le plan comptable, il serait approprié de prendre en compte l'intention de gestion en reflétant la volatilité de court terme plus basse du portefeuille géré sur le long terme. Ainsi, la diversité de modes de comptabilisation pourrait être au service de la spécificité des intermédiaires financiers.

Ces inflexions de la réglementation sont minimales. On peut aller plus loin pour inciter au financement de l'investissement productif. Un ensemble de disposition consisterait à décourager tout ce qui facilite la gestion d'actifs pro-cyclique : la gestion en benchmarks, les reportings trimestriels, le recours aux agences de notation, les rémunérations des gestionnaires indexées sur les rendements à court terme. Notamment la banalisation des agences de notation est de l'ordre du salut public ! Aucune robustesse n'est possible dans le financement non bancaire si les investisseurs gros apporteurs d'épargne ne prennent pas eux-mêmes en charge la maîtrise de leurs risques de crédit. Pour les investisseurs institutionnels à passif contractuel, la valorisation des actifs détenus pour faire le matching avec la durée du passif devrait se faire au mark-to-funding à condition que la valorisation du passif utilise un taux d'actualisation notionnel défini par l'autorité de régulation.

Toutefois réinsuffler de la finance par les investisseurs responsables dans les tissus d'entreprises ne suffira pas. Pour que les systèmes industriels deviennent porteurs de développement durable, il faut

qu'ils soient rénovés par des investissements structurants à l'échelle de l'Europe. Cela implique des financements lourds et de longue durée. Car il s'agit d'investissements qui sont au moins partiellement des biens publics : infrastructures de réseaux, formation de compétences et R&D, conservation et reconstitution d'écosystèmes. Ces externalités engendrent des risques technologiques, sociaux et environnementaux que les acteurs financiers privés n'intériorisent pas individuellement. Le rendement social de ces investissements est donc supérieur à leur rendement privé ; ce qui encourage les comportements de passager clandestin et donc l'échec des marchés privés concurrentiels.

Pour financer les biens publics d'intérêt européen, il faut coordonner les grandes banques publiques de développement existant en Europe et impliquer les grands investisseurs institutionnels. L'Europe doit s'affirmer comme puissance publique en tant qu'emprunteur et investisseur. Il faut un dispositif faisant interagir financement public et privé avec une armature plus solide que le plan Juncker et définissant des priorités post-COP21. Il devrait atteindre €500mds d'ici 2020 et être placé sous le contrôle du Parlement Européen. L'intermédiaire structurant de l'investissement à long terme ne peut être qu'un réseau de banques de développement régionales, nationales et multilatérales coordonnées par la BEI, les banques de développement entrant au capital du fonds européen d'investissements stratégiques (FEIS). La mise en commun des ressources et des compétences de la BEI et des banques publiques nationales est essentielle. Le FEIS aurait ainsi la surface financière suffisante pour émettre des project bonds et donc attirer les investisseurs privés. Pour attirer des montants élevés d'épargne privés, la garantie publique permettrait d'organiser une titrisation qui offre aux investisseurs institutionnels une complète garantie sur la première tranche de pertes.

Les investissements publics prioritaires ne devraient pas entrer dans l'enveloppe budgétaire soumise aux critères de réduction des déficits publics. Ils devraient être choisis par un comité budgétaire indépendant, rapportant devant une commission interparlementaire. Ces investissements devraient être choisis pour être compatibles avec les objectifs de l'Europe pris à la COP21 et respectant un rendement minimum, calculé à l'aide d'une valeur de référence du carbone définie au niveau européen. La rentabilité des investissements justifie leur extériorité par rapport aux contraintes budgétaires, puisqu'ils s'autofinancent dans la durée. C'est la règle d'or des finances publiques.

UN DISPOSITIF FINANCIER POUR SOUTENIR UNE STRATEGIE D'INVESTISSEMENT DANS LE SECTEUR PRIVE POST COP21

Il est possible de construire une intermédiation financière au service d'un projet de croissance à condition de faire évoluer les règles de la finance, prudentielles et comptables. Le rôle de la puissance publique est essentiel dans l'établissement d'une intermédiation financière adaptée à la collaboration des acteurs publics et privés dans les projets d'investissements décentralisés. L'établissement d'une intermédiation financière adaptée à la mobilisation de l'épargne oisive pour un programme d'investissements s'inscrivant dans les perspectives issues de la COP21 est possible si les gouvernements européens veulent bien sortir de leurs politiques d'austérité budgétaire et d'obsession sur le coût du travail. Le dispositif financier combinerait les deux modèles de finance synthétisés dans le tableau ci-dessus.

Le dispositif doit contenir un principe général et une garantie publique pour cibler des investissements bas carbone dans un vaste ensemble de secteurs, des incitations pour surmonter les risques qui résultent des externalités environnementales et du profil temporel d'investissements à coûts fixes élevés et revenus futurs éloignés, enfin une organisation financière propice au financement immédiat et facilitant les transferts de risque. Par l'institution d'une valeur sociale du carbone (VSC) élevée, la puissance publique européenne donnerait aux entrepreneurs porteurs de projets bas carbone un signal sur la valeur que la société accorde aux réductions d'émission.

La garantie publique sur les financements des investissements bas carbone donnerait une crédibilité au principe en engageant l'ensemble des Etats de l'UE sur une politique de réduction d'émission sur une durée prédéfinie de 5 ans. Pour être crédible et efficace, elle doit être assortie d'une procédure de certification de l'abattement effectif de CO₂eq par les investissements réalisés. Cette certification doit être effectuée par des agences indépendantes. La délivrance de la certification à des entreprises sur des investissements réalisés, associée à la VSC, représente un actif carbone d'une valeur monétaire bien définie, c'est-à-dire la valeur sociale de la réduction d'une externalité négative produite par l'investissement.

Le dispositif financier peut être construit sur cette base. Les entreprises remboursent aux banques avec leurs certificats la part de leurs crédits qui est la contrepartie de l'actif carbone produit. Des intermédiaires spécialisés achètent des pools de crédits certifiés vendus par les banques en émettant en contrepartie des obligations vertes. Cette titrisation simple permettrait aux banques de disposer d'un papier éligible en collatéral au refinancement de la BCE. Une variante est une titrisation structurée en direction des investisseurs institutionnels. Les tranches senior constitueraient une nouvelle classe d'actifs. Un marché secondaire d'obligations vertes se formerait, dont la banque centrale pourrait réguler le prix en insérant ces actifs dans sa politique quantitative.

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta M. et Rigot S. (2012), « Investisseurs à long terme, régulation financière et croissance soutenable », in *Revue d'Economie Financière*, n° 108, 4° trimestre, l'investissement à long terme, pp.189-200

Aglietta M., Espagne E., Hourcade J.-C. et Perrissin Fabert B. (2015), « The low carbon transition between the animal spirits of finance and the fault lines of the world economy », in *Moving the Trillions*, CIREA, Brazil on CLIMA, France Stratégie.

Andersson M, Bolton P. and Samama F. (2014), "Hedging Climate Risk", *Columbia Business School Research Paper*, 14-44.

CEPR (2015), *Restarting European Long Term Finance*, Green Paper, January

Commission Européenne (2013), *le financement à long terme de l'économie européenne*, Livre Vert, mars.

Group of Thirty (2013), *Long Term Finance and Economic Growth*.

Investment leaders Group (2014), *the value of responsible investment*, University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership

Two Degrees Investing Initiative (2015), *Assessing the alignment of portfolios with climate goals*, Working Paper, October.

Valla N., Brand T. et Doisy S. (2014), « A new architecture for public investment in Europe », in *Cepii Policy Brief*, n°4, July