

# Finance climat : le temps de l'action

## Sept propositions pour la France et l'Europe

Par Michel Aglietta, Etienne Espagne  
et Baptiste Perrissin Fabert

Le 15 décembre 2016

*La COP21 à Paris a placé la question de la finance climat au cœur de tous les enjeux sur des avancées concrètes dans la lutte contre le réchauffement climatique. Pour autant, elle n'a pas défini d'objectifs chiffrés à la hauteur des besoins financiers (les 100 milliards de dollars de transferts annuel Nord Sud sont loin d'épuiser les besoins de financement), ni d'outils particuliers à mettre immédiatement en oeuvre.*

*Que ce soit lors de la COP22, qui se proclame elle-même « la COP de l'action », ou dans les prochains mois de mise en œuvre de l'Accord de Paris, la réflexion sur la manière d'aligner les flux financiers avec les objectifs de d'atténuation et d'adaptation que ce sont fixés les pays à travers l'accord de Paris devra connaître des avancées décisives.*

Synthèse

*Cette note vise à montrer comment la France et l'Europe, fortes d'une légitimité sur les questions climatiques en général, et de finance climat en particulier, pourraient jouer un rôle clé dans la redéfinition d'un cadre financier global pour accompagner la transition vers un monde neutre en carbone. Elle avance sept propositions concrètes pour consolider l'écosystème français existant sur les questions de finance climat, réduire les conséquences financières du risque systémique climatique, agir sur les rendements des investissements bas carbone, et offrir un horizon à l'Union Européenne qui l'éloigne du spectre actuel de la stagnation séculaire.*

**Proposition 1 :** *Promouvoir par la coordination de la puissance publique et des acteurs financiers privés l'émergence de la place de Paris comme hub européen de la finance verte*

**Proposition 2 :** *Porter au G20 l'agenda de la réglementation prudentielle environnementale moduler les ratios, comme conséquence logique de l'Accord de Paris et des initiatives déjà prises par le G20 pour l'année 2016 en matière de transparence de l'information financière sur le contenu carbone des portefeuilles.*

**Proposition 3 :** Connecter les travaux de la commission Stern-Stiglitz sur les valeurs de l'action climatique à ceux des enceintes internationales de régulation financière (G20, FSB, comité de Bâle)

**Proposition 4 :** Au niveau français, tester un dispositif de financement innovant qui reposerait sur un fonds de garantie aux investissements de la transition bas carbone, notamment pour la rénovation thermique des bâtiments, et l'infrastructure de recharge des véhicules à zéro émission. L'abondement de ce fonds de garantie pourrait être financé par l'émission d'obligations vertes souveraines.

**Proposition 5 :** A l'échelle locale, encourager des expérimentations de branchement de monnaies locales complémentaires sur des dispositifs de financement de projets de transition écologique des territoires

**Proposition 6 :** Développer les ressources propres de l'Union par une taxe sur les transactions financières et/ou une taxe carbone communautaires et à défaut l'émission d'obligations européennes vertes, pour financer directement ou garantir le risque d'investissements publics et privés dans des biens publics environnementaux.

**Proposition 7 :** Bâtir une nouvelle architecture financière européenne au travers du réseau de banques publiques d'investissement nationales, autour du double pivot d'une Banque européenne d'investissement remodelée pour accroître les risques encourus et des investisseurs responsables pour faire effet de levier tout en contrôlant la qualité des investissements et garanties apportés.

## 1 - UN ECOSYSTEME FRANÇAIS UNIQUE AUTOUR DE LA FINANCE CLIMAT

La France compte aujourd'hui un écosystème unique d'acteurs possédant une expertise ou une pratique des questions de finance climat<sup>1</sup>. On peut distinguer les acteurs financiers eux-mêmes ; les entreprises de notation et les cabinets de conseil développant des méthodologies d'évaluation des risques extra-financiers ; les régulateurs et les administrations publiques ; les think-tanks et les laboratoires de recherche ; les collectivités territoriales enfin. Cet ensemble très divers par ses activités et ses approches des politiques climatiques comme de la finance constitue un capital de connaissances et de pratiques qui s'est révélé au grand jour pendant et depuis la COP21. Nous en traçons un tableau non-exhaustif qui permet de mieux en appréhender la richesse et la diversité des acteurs.

**Tableau 1 : panorama non exhaustif de l'écosystème français sur les questions de finance climat**

<b>Acteurs financiers (Banques, Investisseurs institutionnels, ...)</b>	Institutions : AXA, Mirova, Humanis, Amundi, BNP Paribas, CACIB ERAFP Projets ou indices : Initiative Tera Neva, Solactive Sustainable Development Goals Index, Livelihood 3F, Moringa, Fonds Net Degradation Neutrality, Green Bonds Principles
<b>Entreprises</b>	EDF (1,4 Milliards d'Euros de green bonds), Engie (2,5 milliards d'Euros de green bonds en 2014),
<b>Spécialistes notation extra-financière/financière</b>	Vigeo-Eiris, Utopies
<b>Méthodologies, comptabilité</b>	Carbone 4, 2° Investing Initiative, Orse, ADEME, Bilan Carbone
<b>Think-tanks, Fondations</b>	I4CE (Institut pour l'économie du Climat), l'Institut du Développement Durable et des Relations Internationales (IDDRI), The Shift Project (TSP), Institut Veblen, Novethic, Fondation Nicolas Hulot
<b>Associations professionnelles</b>	l'Observatoire de la Responsabilité Sociale des Entreprises (ORSE), club des directeurs développement durable (C3D) ainsi que différents groupes de travail et commissions au sein du MEDEF et de l'AFEP, différentes commissions au sein des fédérations professionnelles (Association française de la gestion d'actifs (AFG), l'Association française des investisseurs pour la croissance

<sup>1</sup> Cochran, I., Leguet, B., & Morel, R., « Objectiver le débat sur le financement de la transition énergétique: quelles leçons tirer du cas français ? », *Revue d'économie financière*, (1), 49-62, 2015

	(AFIC), l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2I), la Fédération bancaire française (FBF), nouvelle Fédération Française de l'Assurance (FFA), Société Française des Analystes Financiers (SFAF), le Club Finance de l'Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises (ORSE), le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR), en lien avec le réseau européen EUROSIF), Commission finance durable de Paris EUROPLACE, la commission ISR de l'AMF, l'AFIC
<b>Laboratoires de recherche, Chaires</b>	l'Institut Louis Bachelier (ILB) et les différentes chaires de recherche qu'il coordonne autour des sujets de développement durable, notamment la Chaire Économie du Climat ou encore la Chaire Énergie et Prospérité, CIRED, INRA, CEPII, France Stratégie
<b>Administration centrale</b>	AFD (1 milliard d'euros de climate bonds), Trésor, Banque de France, ACPR, Caisse des Dépôts et Consignations, BPI France
<b>Collectivités locales</b>	Région Ile-de-France, Région Nord-Pas-De-Calais,

Un certain nombre d'acteurs financiers ont ainsi participé de manière proactive à l'Alliance de Paris, destinée à rassembler les initiatives de la société civile et à les mettre en œuvre en synergie avec les évolutions des négociations entre pays. A titre d'exemples, le groupe AXA s'est engagé dès la première journée de la finance mondiale pour le climat (avril 2015) à un retrait progressif de ses investissements dans les entreprises issues d'activités liées au charbon, à tripler le montant de ses investissements verts (pour environ trois milliards à l'horizon 2020), et à dévoiler les impacts ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) dans sa gestion financière. Plus récemment, la Fédération Bancaire Française a proposé en septembre 2016 la mise en œuvre d'un *green supporting factor* pour adapter le cadre prudentiel aux nécessités de financement et d'investissement de la transition énergétique<sup>2</sup>, soit la réduction des ratios prudentiels de capitaux propres à appliquer aux investissements bas carbone. Plus généralement, les différentes composantes institutionnelles de la Place de Paris, constituées dans le Paris Green Financial Center, visent à développer et pérenniser les initiatives de « finance durable » prises au moment du *momentum* de la COP21<sup>3</sup>.

Dans le domaine de l'expertise, les thinks-tanks et les laboratoires de recherche ayant publié des travaux sur les liens entre monnaie, finance et climat constituent également en eux-mêmes un écosystème très actif. I4CE, 2°II, the Shift Project sont entièrement dédiés à ces sujets, tandis que de

<sup>2</sup> Fédération Bancaire Française, « Le Green supporting factor : Réussir le financement de la transition énergétique. Proposition de la profession bancaire française », Mémo Banque, N°3, Septembre 2016

<sup>3</sup> The Paris Green and Sustainable Finance Initiative. Initiative Finance Verte et Durable de la Place de Paris, Paris Europlace.

nombreuses institutions de réflexion ont développé une analyse propre sur certains aspects de ces sujets, qu'il s'agisse de l'IDDRI, de la Fondation Nicolas Hulot, ou d'enceintes de réflexion plus proches de l'administration, comme France Stratégie, le Commissariat Général au Développement Durable, l'Agence Française de Développement (AFD) ou encore le CEPII. La difficulté à réellement faire de ces sujets un axe de recherche académique provient sans doute d'une certaine inertie institutionnelle de l'organisation thématique de la recherche. Les questions de finance et de macroéconomie monétaire sont l'apanage des laboratoires d'économie pure ou des laboratoires de finance, tandis que les économistes de l'environnement font bien souvent abstraction de toute forme d'économie monétaire et financière. C'est pourquoi les premières études académiques sont nées aux marges de ces enceintes, dans des laboratoires pluridisciplinaires, centrés sur les thématiques de l'environnement et du développement tels que le CIREN<sup>4</sup> ou le CERDI<sup>5</sup>, ou centrés sur les thématiques de l'énergie et de la finance tels que la chaire Energie et Prospérité. Les administrations publiques centrales, ainsi que les instances de régulation financière ont participé à différents degrés de cette « climatisation » de la finance<sup>6</sup>. A titre d'exemple, la rédaction, la discussion, puis la mise en œuvre de l'article 173 de la loi relative à la transition écologique et énergétique (TEE) a donné aux administrations financières de l'Etat un rôle clé dans la définition du périmètre des investisseurs concernés par l'obligation de *reporting*, dans celle des critères retenus pour la prise en compte de l'environnement (risques physiques, de transition, contribution aux objectifs internationaux et nationaux en matière climatique et de transition énergétique), celle des informations, de la méthodologie et des résultats utilisés pour l'analyse. Ces mesures nationales font certes échos aux principes d'investissements responsables (PRI), à l'engagement de Montreuil (*Montreuil Pledge*) ou encore à la *Portfolio Decarbonization Coalition*, toutes mesures portées par divers groupes et institutions au niveau international, mais il n'en reste pas moins que l'article 173 reste la première mesure légale en ce sens au monde. Les différents bras financiers de l'Etat, qu'il s'agisse de l'AFD, de la Caisse des Dépôts ou encore de BPI France participent de cette orientation des activités de financement vers des projets apportant des bénéfices environnementaux.

A l'échelle locale, en réaction à la crise financière de 2007/2008, des initiatives citoyennes ont fait émerger des innovations monétaires décentralisées. La prise de conscience des risques liés à un système financier et monétaire durablement instable a favorisé l'essor de monnaies locales complémentaires (MLC) qui reflètent une volonté d'appropriation citoyenne du sens et de l'utilité de la monnaie comme bien public et lien social fondamental<sup>7</sup>. Ces initiatives ont été popularisées par le documentaire « Demain »<sup>8</sup>. Les MLC y sont présentées comme des outils au service d'une transition écologique, sociale et démocratique.

Ces expériences questionnent en profondeur ce qui fait la richesse et les capacités de résilience d'un territoire. Elles permettent en effet à des collectifs citoyens de délibérer démocratiquement à la fois sur les frontières d'un circuit économique pertinent pour un territoire et sur la nature des échanges que souhaitent les habitants. Les MLC brisent la neutralité de la monnaie et lui donnent une « couleur

---

<sup>4</sup> Hourcade, J.C., Combet E., *Vers un contrat social pour notre temps*, Fiscalité et finance carbone, (2017, à paraître).

<sup>5</sup> De Melo J., Moving on towards a workable climate regime, *FERDI working paper* 171. Novembre 2016.

<sup>6</sup> Espagne, E., Climate Finance at COP21 and After: Lessons Learnt, *CEPII*, Policy Brief, (9), 2016.

<sup>7</sup> Aglietta, M., Ahmed, P. O., & Ponsot, J. F., *La Monnaie entre dettes et souveraineté*, Odile Jacob, 2016.

<sup>8</sup> « Demain », film documentaire de Mélanie Laurent et Cyril Dion, 2015.



». Elles accélèrent la vitesse de circulation de la monnaie et augmentent la production d'un certain type de richesse sur les territoires. La loi sur l'Economie Sociale et Solidaire, adoptée en juillet 2014, encourage le développement de ces initiatives monétaires, en leur donnant un cadre légal clair, seul exemple législatif en Europe. La catégorie nouvelle des « titres de monnaies locales complémentaires » a ainsi été intégrée au code monétaire et financier<sup>9</sup>.

Jusqu'ici les monnaies locales sont ainsi demeurées marginales en volume de transaction et principalement confinées à des circuits de consommation. Leur montée en puissance passe par leur « branchement » à des dispositifs de financement de projets territoriaux de transition écologique, à commencer par des projets de transition climatique<sup>10</sup>.

### **... NOURRI ET APPUYE PAR DES INITIATIVES DE POLITIQUES ENVIRONNEMENTALES PRECOCES ET NOVATRICES**

Cet écosystème particulièrement riche n'a pu se forger et s'épanouir sans des initiatives politiques fortes qui ont structuré ses travaux et orienté le débat, depuis le Grenelle de l'environnement (l'article 224 de la loi Grenelle II donnait déjà en 2012 des obligations de *reporting* ESG aux sociétés de gestion françaises) jusqu'à l'Accord de Paris lui-même fin 2015, et dont la mise en œuvre pourra débuter dès la fin de l'année 2016. Ces relais politiques sont un carburant indispensable pour poursuivre la dynamique positive et ambitieuse que connaît la France sur les sujets environnementaux. La question des outils de financement de la transition énergétique apparaît ainsi dans le débat public avec le livre blanc de la transition énergétique en 2013<sup>11</sup>. Y figurent déjà des recommandations sur la nécessité d'agir en amont du financement, sur le rapport rendement-risque des investissements bas carbone, afin d'accroître la proportion des investissements verts dans le total des investissements. A partir de là, les rapports et propositions ne vont que se renforcer en ce sens. France Stratégie propose en 2015 de faire monétiser par la BCE des actifs carbone représentant des réductions d'émission certifiées<sup>12</sup>, proposition rapidement reprise et adaptée par le CEPII dans le cadre du QE européen et du plan Juncker<sup>13</sup>. Le rapport Canfin-Grandjean<sup>14</sup> dresse en amont de la COP21 un panorama des financements pour une économie décarbonée et une feuille de route pour les accroître. Le Shift Project propose dès 2013 un plan de financement de la transition

---

<sup>9</sup> Magnen, J-P. et C., Fourel. D'autres monnaies pour une nouvelle prospérité. Mission d'Etude sur les monnaies locales complémentaires et les systèmes d'échange locaux. Rapport remis à Carole Delga, Secrétaire d'Etat chargée du commerce, de l'artisanat, de la consommation et de l'économie sociale et solidaire.

<sup>10</sup> Blanc, J., & Perrissin Fabert, B., Financer la transition écologique des territoires par les monnaies locales, *Note de l'Institut Veblen pour les Réformes Economiques*, 2016.

Kalinowski, W. L'impact socio-économique des monnaies locales et complémentaires, *Note de l'Institut Veblen pour les Réformes Economiques*, 2014.

<sup>11</sup> Dron, D., Livre blanc sur le financement de la transition écologique ; Mobiliser les financements privés vers la transition écologique, 2013.

<sup>12</sup> Aglietta, M., Espagne, É., & Perrissin Fabert, B., Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe, *La note d'analyse de France-Stratégie*, 2015.

<sup>13</sup> Aglietta, M., & Espagne, É., Financing energy and low-carbon investment: public guarantees and the ECB, *CEPII Policy Brief* 2015-06, 2015, CEPII, 2015.

<sup>14</sup> Canfin, P., & Grandjean, A., Mobiliser les financements pour le climat. Paris, 2015. <http://www.elysee.fr/communiqués-de-presse/article/rapport-mobiliser-les-financements-pour-le-climat-de-pascal-canfin>.

énergétique dans le secteur du bâtiment, à l'échelle française d'abord, puis dans le cadre du plan Juncker au niveau européen. D'autres propositions sont enfin avancées pour rationaliser des politiques de subventions aux énergies ou infrastructures dites vertes<sup>15</sup> aujourd'hui à la fois dispendieuses et pas toujours efficacement ciblées.

En ayant accueilli la COP21 et surtout mené à bien la signature de l'Accord de Paris et sa ratification en un temps record, la France bénéficie d'une excellente position au plan international pour mener à bien des initiatives diplomatiques visant à concrétiser les engagements de l'Accord en matière financière<sup>16</sup>.

Trois éléments principaux de l'Accord peuvent servir de support à de nouvelles initiatives : l'objectif d'alignement des flux financiers sur les objectifs d'atténuation des émissions et d'adaptation aux changements climatiques qui figure à l'article 2 ; l'objectif de 100 milliards de dollars de transferts annuels entre pays du Nord et pays du Sud est réaffirmé et devient un plancher à dépasser à partir de 2022 ; la reconnaissance enfin d'une valeur sociale, économique et environnementale des réductions d'émissions qui figure au paragraphe 108 de la Décision, et concerne les actions à mener d'ici à 2020 pour accélérer l'action avant la pleine mise en œuvre de l'Accord. Ces trois axes novateurs placent *de facto* les liens entre finance, monnaie et climat au cœur des réflexions sur l'application concrète de l'Accord de Paris. C'est sur des avancées fortes dans ces trois axes que sera jugée à terme l'efficacité et la force transformative de l'Accord. Par l'annonce d'un programme d'émission d'obligations vertes publiques, ou par la création d'une commission présidée par Joseph Stiglitz et Nicholas Stern pour tirer des conclusions opératoires du paragraphe 108 de la Décision, le gouvernement français consolide sa situation diplomatique favorable sur les questions climatiques.

### **... MAIS ENCORE TRES FRAGILES.**

Mais cette situation diplomatique reste fragile, et avec elle la capacité transformatrice de cet écosystème sur la finance climat. La France a ainsi certes poussé à ce que le Conseil de stabilité financière examine la façon dont les questions climatiques peuvent être prises en considération par le secteur financier<sup>17</sup>. Pourtant, ce sont la Chine et le Royaume-Uni qui prennent l'initiative sur le Green Finance Study Group créé par le même G20 pour étudier les mécanismes d'investissement bas-carbone qu'il serait envisageable de créer. De même, parmi l'ensemble de l'écosystème français de la finance climat seul un membre d'AXA se retrouve au sein de *la taskforce on climate-related financial disclosure*. Au moment où le Brexit augure d'un certain nombre de bouleversements sur les places financières mondiales, l'émergence de la finance verte crée une nouvelle forme de compétition entre les places financières. Alors que la Banque d'Angleterre est aux avant postes de l'appréhension des risques liés au changement climatique pour le système financier, les travaux de la Banque de France se font nettement plus discrets sur le sujet. De même une série de reculs sur les questions d'écologie durant le mandat actuel<sup>18</sup>, qu'il s'agisse des portiques de l'écotaxe, de la

---

<sup>15</sup> Meunier, G., & Ponssard, J. P. Pour un financement conditionnel des projets risqués bas carbone, 2016.

<sup>16</sup> Dasgupta, D., Etienne, E., Hourcade, J. C., Minzer, I., Nafo, S., Perrissin Fabert, B., ... & Sirkis, A., Did the Paris Agreement Plant the Seeds of a Climate Consistent International Financial Regime ?, 2016.

<sup>17</sup> Financial Stability Board, 2015 : FSB to establish task force on climate-related financial disclosures. Press Release, 4 décembre, Basel.

<sup>18</sup> <http://www.rac-f.org/COP22-Aide-memoire-pour-la-fin-du-quinquennat>

question encore ouverte de l'aéroport Notre-Dame des Landes, de l'abandon du prix plancher sur le marché électrique ou de l'incapacité de la France à convaincre ses partenaires sur une réforme de bon sens sur le marché carbone<sup>19</sup>, tendent à fragiliser l'immense opportunité créée par le COP21. Pour que la place de Paris devienne un hub de la finance verte, il faut consolider l'écosystème français existant et mieux en coordonner les acteurs à la fois publics et privés. Cela implique de reprendre la main sur une série de sujets techniques d'importance cruciale sur la régulation financière et de les transformer en sujets politiques au plus haut niveau. Il est également essentiel de tirer toutes les leçons politiques des expériences actuelles menées dans ce domaine par nos partenaires proches (Royaume-Uni) et plus lointains (Chine).

**Proposition 1** : Promouvoir par la coordination de la puissance publique et des acteurs financiers privés l'émergence de la place de Paris comme hub européen de la finance verte

## **PLACER LE CLIMAT ET L'ENVIRONNEMENT AU CŒUR DE LA REGULATION DU RISQUE FINANCIER**

### **RECONNAITRE LE CARACTERE SYSTEMIQUE DU RISQUE CLIMATIQUE ...**

La première initiative concerne le risque climatique. Il faut rendre ici hommage à la vision du gouverneur de la banque d'Angleterre, Mark Carney, qui a su populariser le sujet dans les secteurs financiers et l'inscrire à l'agenda du G20 et des banques centrales, à l'aide du concept de « tragédie des horizons ». Ce concept prend acte du décalage entre le temps court des décisions financières, le temps intermédiaire des régulateurs financiers, et le temps long de la pleine réalisation des risques climatiques ; décalage qui peut affecter profondément les rendements des portefeuilles des gestionnaires d'actifs de long terme. C'est donc sous l'angle des risques que la communauté financière, qui était jusqu'à présent relativement indifférente aux questions climatiques et environnementales, s'est approprié le sujet, appropriation accélérée par le « momentum » de la COP21. Parmi les trois risques que distingue Mark Carney (physique, de transition, juridique), c'est le risque de transition (d'un monde carboné à un monde décarboné) et donc d'actifs échoués (« *stranded assets* ») qui a été le principal motif de prise de conscience des changements climatiques par le secteur financier.

Ce risque de transition est particulièrement critique pour les compagnies du secteur des énergies fossiles car 80% des réserves d'énergie fossile (charbon, pétrole, gaz) doivent être laissées sous terre dans un scénario 2°C, alors que la valeur boursière dépend en partie du volume de leur réserve prouvée. En raison du poids des compagnies charbonnières et pétrolières dans les indices financiers, l'argument du risque de « bulle carbone » est de plus en plus pris au sérieux par les investisseurs de long terme. Cela permet de comprendre le mouvement de désinvestissement dans les actifs fossiles qui concerne aujourd'hui plus de 500 entreprises gérant plus de 3000G\$<sup>20</sup>. A l'inverse l'émergence

<sup>19</sup> Par exemple, l'introduction d'un corridor de prix avec un prix plancher et un prix plafond sur le marché carbone européen comme le recommande le rapport Canfin-Grandjean-Mestrallet sur les prix du carbone rendu à Ségolène Royal en juillet 2016

<sup>20</sup> Source : [www.gofossilfree.org](http://www.gofossilfree.org)



récemment constatée des énergies renouvelables comme nouvel eldorado de l'investissement dans l'énergie<sup>21</sup> peut faire courir des risques de déstabilisation financière et technique en étant aussi trop brutale et mal accompagnée. A ce jour, seuls le Royaume-Uni<sup>22</sup> et les Pays-Bas<sup>23</sup>, et l'Union européenne dans son ensemble<sup>24</sup>, ont réalisé des premières études pour appréhender ce risque à leurs échelles. A l'échelle globale, les éléments chiffrés<sup>25</sup> sont encore très parcellaires mais tendent à montrer des coûts financiers très importants avec une relativement faible probabilité, configuration caractéristique d'un risque systémique.

Au-delà de cette reconnaissance salutaire du milieu financier, il est donc indispensable de prendre en compte le caractère systémique de cette combinaison de risques climatiques. Par essence même, le changement climatique n'est pas, *in fine*, assurable. L'hypothèse d'un risque systémique est prudemment avancée par le *European Systemic Risk Board* et le *UK Prudential Regulation Authority*, hypothèse par ailleurs confirmée par les résultats de la climatologie<sup>26</sup>. Dans ce cas, l'information financière seule, ni même des outils financiers appropriés, ne peuvent suffire à réduire significativement ce risque<sup>27</sup>. Ils en sont une condition nécessaire mais non suffisante. La réglementation prudentielle entre en jeu, au même titre que les politiques monétaires, aujourd'hui engluées dans des assouplissements quantitatifs qui montrent de plus en plus leurs limites. Il faut ainsi conjointement réunir de meilleures analyses empiriques sur l'exposition aux risques climatiques du système financier<sup>28</sup>, et engager tout le poids politique nécessaire dans une adaptation du cadre prudentiel et monétaire.

### **... EN PROLONGEANT ET EN ETENDANT LES TRAVAUX DE L'ACPR, DE L'ESRB ET DU FSB SUR DES STRESS-TESTS CLIMATIQUES DES SYSTEMES FINANCIERS AUX ECHELLES FRANÇAISE, EUROPEENNE ET GLOBALE**

Les études menées à ce jour, que ce soit au niveau national, européen ou global sont très insuffisantes. Plusieurs initiatives sont en cours, mais qui pourraient être accélérées et approfondies par l'expression publique d'une urgence politique, du même ordre que celui du discours de Mark Carney le 29 septembre 2015. La première action à mener est ainsi assurément un travail de recherche sur les différentes caractéristiques du risque systémique climatique pour le système financier. En France, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, en Europe le *European*

---

<sup>21</sup> AIE, World Energy Investment 2016.

<sup>22</sup> UK Prudential Regulation Authority, « The Impact of Climate Change on the UK Insurance Sector », 2015

<sup>23</sup> Schotten, G., Ewijk, S.E., Regelink, M.G.J., Dicou, D., Kakes, J.I., « Time for Transition – an exploratory study of the transition to carbon-neutral economy », *DNB*, 2016

<sup>24</sup> European Systemic Risk Board, Too late, too sudden: transition to a low carbon economy and systemic risk, Report of the advisory scientific committee, N°6, 2016

<sup>25</sup> Dietz, S., Bowen, A., Dixon, C., & Gradwell, P., « Climate value at risk of global financial assets », *Nature Climate Change*, 2016

<sup>26</sup> IPCC, 2014 : Climate Change 2014 : Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Fifth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change [Core Writing Team, R.K. Pachauri and L.A. Meyer (eds.)]. IPCC, Geneva, Switzerland, 151 pp.

<sup>27</sup> Aglietta, M., & Espagne, E., « Climate and finance systemic risks, more than an analogy ? » *The climate fragility hypothesis* (No. 2016-10).

<sup>28</sup> [https://simpolproject.eu/download/simpol-initiative-research/battiston2016climate\\_ssrn\\_withappx.pdf](https://simpolproject.eu/download/simpol-initiative-research/battiston2016climate_ssrn_withappx.pdf)

*Systemic Risk Board (ESRB)*, et plus globalement le *Financial Stability Board* sont concernés au premier chef.

A l'inverse les études sur l'éventuelle contribution du système financier (au travers de régulations financières aveugles aux questions de long terme, ou de la structuration de nos modes de croissance par cycles financiers) à un accroissement des phénomènes de changement climatique et de destruction des écosystèmes sont, elles, à peu près inexistantes, ou alors très sectorialisées. L'argument d'une régulation financière insoucieuse du temps long a été formulé par les acteurs financiers pour réclamer un allègement des cadres macroprudentiels actuels. C'est pourtant bien un autre type de régulation qui permettrait de limiter la tragédie des horizons qu'évoque Mark Carney tout en atténuant les effets sociaux et environnementaux délétères des retournements de cycles financiers comme celui de la crise de 2008. Des réflexions sérieuses sur un *global financial safety net*<sup>29</sup> ne peuvent laisser de côté les dimensions environnementales et climatiques.

Un fort signal politique en ce sens mobiliserait aussitôt l'écosystème français dans toute sa diversité en abordant l'ensemble des dimensions du sujet et en débattant de toutes ses implications possibles. Il est ainsi crucial que les autorités françaises (ACPR/Banque de France), européennes (ESRB) et internationales (FSB) de régulation financière se saisissent de l'analyse du risque systémique climatique pour le système financier aux différentes échelles.

### **... EN BATISSANT UN CADRE MACRO-PRUDENTIEL CLIMATIQUE POUR ALLER AU-DELA DE LA SIMPLE TRANSPARENCE DE L'INFORMATION FINANCIERE**

Au niveau politique, il devient aussi essentiel de se resaisir du cadre macroprudentiel. L'agenda climatique rejoint à tous les niveaux l'agenda de la régulation de la finance. En l'état, les acteurs financiers sont fondés à dire de la régulation financière qu'elle pénalise un investissement bas carbone de long terme en raison de contraintes prudentielles relativement plus fortes. La finance ISR a été tout à fait pionnière pour commencer à intégrer des informations sociales et responsables aux informations sur les performances financières. C'est elle la première à avoir compris que des critères extra-financiers pouvaient avoir un impact réel sur la performance à long terme d'un portefeuille. La transparence sur les risques environnementaux ou le *reporting* des portefeuilles 2°C tels qu'avancés aujourd'hui dans le débat public sont nécessaires mais sûrement non suffisants pour faire basculer la finance vers ce nouveau modèle<sup>30</sup>. Il faut donc bien une régulation macroprudentielle, mais qui permette d'investir dans la soutenabilité et de résoudre la tragédie des horizons actuelle de la finance.

La notion de risque systémique climatique donne le cadre théorique qui justifie d'introduire pleinement l'environnement et plus particulièrement le changement climatique dans les réflexions sur la régulation financière. Les discussions peuvent s'introduire au niveau de ce que l'on convient d'appeler Bâle 4, du nom des évolutions récentes préconisées par le Comité de Bâle dans le cadre d'un ajustement des ratios des Accords de Bâle III. Il peut s'agir, dans le cadre de la nouvelle réflexion sur les actifs pondérés par les risques (ou *risk-weighted assets*, au dénominateur du ratio de

<sup>29</sup> International Monetary Fund, « Adequacy of the global financial safety net », *IMF staff report*, Mars 2016.

<sup>30</sup> Inquiry, U. N. E. P., *The Financial System We Need. Aligning the Financial System with Sustainable Development*, Report, *United Nations Environment Program*, 2015

solvabilité), de réfléchir à la manière d'intégrer un risque environnemental ou climatique propre, aux méthodologies à utiliser pour l'évaluer et permettre une certaine comparabilité entre institutions financières. Un tel changement n'est pas nécessairement facteur d'ajustement à la hausse des fonds propres des institutions financières si les actifs considérés comme verts reçoivent un coefficient de risque plus faible. Cela suivrait la recommandation de la Fédération Bancaire Française de septembre 2016<sup>31</sup>. Il est en revanche une puissante incitation à modifier la structure de bilan des institutions bancaires. Le même type de question se pose pour le cadre de *Solvency II* dans le secteur de l'assurance, et bien entendu pour la régulation toujours attendue du *shadow banking*. A l'inverse, il serait également souhaitable (et moins populaire pour l'industrie bancaire) de réhausser le coefficient de risque lié aux prêts carbonés<sup>32</sup>, de sorte que l'on pourrait aboutir *in fine* à une réforme globale neutre sur le niveau de capitalisation requis pour les institutions financières dans leur ensemble. Introduire un tel critère environnemental dans les ratios prudentiels n'implique pas de rupture fondamentale avec les pratiques de la Banque de France par exemple qui intègre déjà un critère RSE dans sa notation des entreprises.

Il est cependant peu probable que sans impulsion politique au processus aujourd'hui essentiellement technique de régulation financière, une initiative visant à discuter la nécessité de mesures contre le risque systémique climatique ne voit le jour que bien trop tard au regard des enjeux. Ce cadre technique discret a été mis en lumière pour ses insuffisances à la suite de la crise financière de 2008 avant de replonger dans l'ombre des questions de spécialistes. Or il est nécessaire de réinjecter du politique dans les choix prudentiels, qui sont aussi les risques que nous acceptons collectivement de porter, et de prendre la responsabilité d'une régulation de la finance qui aille dans le sens de la transformation macroéconomique que nous désirons collectivement. Le G20 pourrait être la bonne enceinte pour porter cette bataille, sous la forme d'une initiative française et européenne.

**Proposition 2 :** Porter au G20 l'agenda de la réglementation prudentielle environnementale moduler les ratios, comme conséquence logique de l'Accord de Paris et des initiatives déjà prises par le G20 pour l'année 2016 en matière de transparence de l'information financière sur le contenu carbone des portefeuilles.

### **3 - AGIR DIRECTEMENT SUR LE RENDEMENT DES INVESTISSEMENTS BAS CARBONE**

La transparence sur les risques environnementaux, le reporting des portefeuilles 2°C, une régulation financière renouvelée, sont nécessaires mais sûrement non suffisants pour faire basculer la finance vers ce nouveau modèle. Nous savons que pour transformer notre système productif vers une économie bas carbone et ainsi « sauver le climat », les ordres de grandeurs des besoins de financement sont massifs. Il s'agit de milliers de milliards d'euros de redirection des investissements

<sup>31</sup> Le Green supporting factor : Réussir le financement de la transition énergétique, Proposition de la profession bancaire française. Fédération Bancaire Française, Mémo Banque, N°3, Septembre 2016.

<sup>32</sup> Grandjean, A. et Martini, M., *Financer la transition énergétique*, Les Editions de l'Atelier, 2016

vers des options bas carbone<sup>33</sup>. Ces besoins de financement ne doivent pas être confondus avec des coûts. Les rendements complets (à la fois privés et sociaux) de ces investissements productifs permettront in fine de rembourser les sommes déboursées pour la construction des équipements bas carbone. Ces investissements sont ainsi rentables au niveau macroéconomique agrégé, mais peuvent ne pas apparaître comme tels au niveau de l'entreprise ou de l'investisseur individuel. Toute la difficulté de la transition bas carbone réside donc dans la manière de concevoir une intermédiation financière à même de décentraliser cette rentabilité sociale en une myriade de projets bas carbone rentables d'un point de vue privé. En un mot, une intermédiation capable de lever massivement des fonds, de solvabiliser les projets d'atténuation des émissions, et de garantir aux investisseurs un rendement satisfaisant.

En attendant un prix du carbone satisfaisant, encourager la montée en puissance de la finance climat. Le hiatus entre le rendement privé et le rendement social de ces projets de long terme qui produisent en partie des biens publics (un climat vivable, une sécurité énergétique, une meilleure qualité de l'air) ne semble pas pouvoir être comblé à court/moyen terme par des prix du carbone suffisants. La couverture des émissions de GES par un prix du carbone est encore limitée à l'échelle du monde (13% selon le dernier rapport de la Banque mondiale<sup>34</sup> sur l'état et l'évolution de la tarification du carbone dans le monde). Cette couverture atteint 60% en France avec des niveaux de prix très hétérogènes entre celui de la contribution climat énergie (22 euros/tCO<sub>2</sub>) et le prix du carbone sur le marché carbone européen (autour de 5 euros/tCO<sub>2</sub>). Le signal prix envoyé par le marché de quotas de CO<sub>2</sub> européen n'est pas compatible avec les engagements pris dans l'accord de Paris<sup>35</sup>. Les dispositions prises jusqu'à présent pour le rendre plus réactif au contexte macro-économique à l'aide du mécanisme de réserve de stabilité n'auront pas d'effets significatifs sur le niveau des prix à court et moyen terme.. Les raisons de la difficulté à faire émerger un signal prix robuste sont variées : économie politique (capture par les secteurs et industries en place, volonté d'éviter des pertes trop fortes de compétitivité des secteurs exportateurs, gouvernance européenne du marché peu réactive), temporalité des politiques publiques (périodes restreintes d'engagement pour les marchés carbone qui limitent la crédibilité du signal), organisation de la structure des marchés carbone (distributions gratuites de droits à polluer).

L'Union européenne, qui a longtemps été en pointe des questions environnementales, au travers notamment de la constitution du marché EU-ETS, n'a pas réellement pris le tournant de l'échec de la conférence de Copenhague (2009) et plus largement du régime climatique de l'accord de Kyoto, fondé sur la répartition d'objectifs contraignants de réductions d'émissions entre les pays pour atteindre un objectif collectif. Avant Copenhague (2009), les débats financiers portaient sur la finance carbone avec deux dimensions : (i) le marché d'échange de quotas entre pays et (ii) le mécanisme de développement propre qui permettait d'obtenir des crédits carbone à partir de réduction d'émissions réalisées dans les pays en développement. En entérinant le renoncement à faire d'un prix mondial unique du carbone un objectif des négociations, la conférence de Copenhague marquait l'entrée dans la négociation de la complexité de situations sociales et économiques contrastées des

---

<sup>33</sup> Dasgupta, D., Etienne, E., Hourcade, J. C., Minzer, I., Nafo, S., Perissin-Fabert, B., ... & Sirkis, A., Did the Paris Agreement Plant the Seeds of a Climate Consistent International Financial Regime ? 2016

<sup>34</sup> World Bank, State and trends of carbon pricing, 2016

<sup>35</sup> Canfin, P., A. Grandjean et G. Mestrallet, Propositions pour des prix du carbone alignés avec l'Accord de Paris. Rapport remis à Ségolène Royal, Présidente de la COP21, Juillet 2016.

pays. Ce virage dans les négociations marque le retour des enjeux de développement et le passage de la finance carbone (trading de quotas d'émission) à la finance climat (financement de projets bas carbone). La lutte internationale contre les changements climatiques n'est plus perçue comme un fardeau à se partager mais comme l'opportunité d'un autre mode de développement bas carbone qui soulève toutefois la question de son financement, notamment dans les pays du sud. Depuis lors les négociations sur la finance climat au sein de la CCNUCC sont essentiellement centrées sur la question des transferts nord sud de 100G\$ (50% pour l'atténuation et 50% pour l'adaptation) par an d'ici 2020 et celle de la constitution d'un fonds vert pour le climat. Selon les estimations (rassurantes) de l'OCDE les pays du Nord seraient en mesure d'honorer cet engagement car ces flux financiers (publics et privés) auraient déjà atteint 62G\$ en 2015 et atteindraient 68G\$ en 2016. Ces chiffres et la méthode pour les produire ont été contestés juste avant la COP21 par l'Inde notamment (qui ne reconnaissait que 2G\$). Un travail d'harmonisation de la comptabilité de ces flux doit déboucher d'ici 2018.. En réalité, cette négociation sur les 100G\$ concerne davantage l'équité entre pays que la finance. Les 100G\$ sont très loin d'épuiser le sujet de la redirection des investissements.

La nouveauté de l'accord de Paris consiste en l'ouverture de perspectives au-delà des 100G\$ avec l'objectif énoncé à l'article 2 d'aligner les flux financiers vers un développement à basse émissions. Cet article donne à la finance climat une tout autre dimension. L'enjeu n'est pas de faire grossir un segment plutôt marginal de la finance qui serait « la finance verte » mais bien de « climatiser » ou « verdir » la finance en général.

## **INTRODUIRE DE LA VALEUR DE L'ACTION CLIMATIQUE DANS L'INTERMEDIATION FINANCIERE**

Dans l'attente de prix du carbone plus élevés, la réorientation des flux financiers compatibles avec les objectifs d'atténuation et d'adaptation de la CCNUCC requiert cependant la mise en place d'une intermédiation financière qui intégrerait la valeur des actifs environnementaux, notamment la valeur des réductions d'émissions de CO<sub>2</sub>, générés par les investissements bas carbone. Le paragraphe 108 de la décision de l'accord de Paris le reconnaît déjà et donne une base légale à cette valeur. Les travaux de la commission Stern-Stiglitz récemment installée par Ségolène Royal sur les valeurs de l'action climatique va donner à ce paragraphe un ancrage quantitatif. Pour pallier la faiblesse des prix du carbone, la puissance publique doit alors jouer le rôle de tiers de confiance pour garantir aux acteurs financiers que réduire des émissions de CO<sub>2</sub> crée de la valeur.

Seul un engagement public fort sur la valeur sociale du carbone permettrait de briser la tragédie de l'horizon, d'inscrire la transition bas carbone dans le temps long, et d'en faire un nouveau point focal des investisseurs en Europe.

**Proposition 3 :** Connecter les travaux de la commission Stern-Stiglitz sur les valeurs de l'action climatique à ceux des enceintes internationales de régulation financière (G20, FSB, comité de Bâle)

Un tel engagement public est décisif car les marchés seuls ne suivent aucun objectif social particulier et les prix de marché, laissés à eux-mêmes, ne peuvent entraîner les acteurs économiques vers la production du maximum de valeur sociale que sous des hypothèses très particulières. La trajectoire endogène des marchés financiers n'a que peu de chances d'être conforme à l'intérêt social. Il lui faut



donc une forme de direction exogène, une appréciation a priori de valeurs de référence, autour desquelles construire un système de prix relatifs<sup>36</sup>. Ce rôle a longtemps été affecté à l'or (y compris l'étalon dollar-or de Bretton Woods). Dans le monde post-Bretton Woods, il était limité au taux directeur fixé par les banques centrales. Depuis que ces taux sont à zéro, ils ont de la peine à faire office de valeur de référence.

Cela revient pour l'Etat à intervenir directement sur le rendement des investissements bas carbone d'intérêt général, et ainsi à renouer avec les pratiques oubliées du « plan ». Dans la France de la reconstruction d'après-guerre, c'est le Commissariat au Plan qui a la charge de produire une vision d'avenir partagée sur le système productif du pays et de fixer des étapes progressives pour sa réalisation effective.

La planification de Jean Monnet et de Pierre Massé vise ainsi à combler les manques de marchés encore balbutiants. L'État crée de toute pièce de nouveaux champs d'expansion du capital en donnant une garantie à long terme sur la rentabilité des investissements de certains secteurs considérés comme essentiels. Le Plan est comme le dit Pierre Massé « l'anti-hasard ». L'État choisit un futur possible et façonne littéralement les institutions (y compris de marché, mais pas seulement) qui permettront de le rendre autoentretenu. Ainsi, la valeur précède le prix, qui n'est que le résultat, éventuellement transcrit par les marchés, de choix sociétaux faits au niveau de la collectivité.

Les orientations du « Plan » reflètent un relatif consensus social, malgré bien sûr de nombreux conflits entre gagnants et perdants du consensus<sup>37</sup>. Mais la mondialisation des marchés va miner la croyance dans la possibilité de construire un projet économique sur la combinaison d'une base nationale et la légitimité d'un consensus autour d'une « valeur latente » à réaliser, déterminée par un État démocratique.

L'environnement et le climat n'étaient pas encore à ce moment une préoccupation, bien au contraire. Ce défi contemporain de transformation du système productif présente des caractéristiques analogues à celles de la reconstruction : investissements très capitalistiques, risques d'investissements très élevés pour les acteurs privés, horizons de rentabilité de long terme.

Pour que des investisseurs privés financent la transition bas carbone, il est urgent de bâtir une intermédiation financière capable de redonner un sens à l'épargne de long terme. Sans une telle clarification sur le cap et les valeurs à viser, toute nouvelle injection aveugle de liquidités par la banque centrale, toutes nouvelles facilités de crédit et autres mesures d'incitation à l'investissement sont condamnées à n'avoir aucun effet durable sur la croissance.

Une telle intermédiation financière doit reposer sur deux piliers :

1. une intervention publique pour garantir la valeur des actifs environnementaux générés par les investissements bas carbone. Dans le cas du changement climatique, il faut garantir que

---

<sup>36</sup> Espagne, É., Hourcade, J. C., & Perrissin Fabert, B. P., « La finance au secours du climat ? La Nature entre prix et valeur », *Natures Sciences Sociétés*, (Supp. 3), 117-121, 2015

<sup>37</sup> Perrissin Fabert, B., Dumas, P., & Hourcade, J. C., *What social cost of carbon? a mapping of the climate debate*, 2012

réduire les émissions de gaz à effet de serre crée de la valeur (le paragraphe 108 de la décision de l'accord de Paris le permet déjà en reconnaissant une telle valeur)

2. développer, à partir de ces garanties publiques, des supports financiers spécifiques (indice bas carbone, portefeuille 2°C, obligations climat, titrisation de prêts bas carbone), pour qu'il soit possible de mieux orienter l'épargne de long terme et de gagner de l'argent en finançant les investissements dont nous avons collectivement besoin.

A partir de ce socle minimal d'une intermédiation financière réformée, l'intervention publique peut prendre différentes variantes :

- garantir des crédits bas carbone à hauteur de la valeur des réductions d'émissions des projets (France Stratégie (2015) et proposition de Société de Financement de la Transition Energétique portée par The Shift Project) ;
- garantir la différence de valeur entre le prix du carbone et une valeur tutélaire du carbone, ce qui permettrait de renforcer la crédibilité des engagements de l'Etat sur une trajectoire de prix du carbone effectifs ;
- faire refinancer par la Banque centrale la valeur des réductions d'émissions des projets bas carbone et faire entrer à l'actif de la BCE un actif carbone ;
- émettre des obligations vertes souveraines pour honorer la garantie publique sur les projets bas carbone ;
- Achat par la BCE dans le cadre de son Asset Purchase Program des obligations vertes souveraines via le marché primaire ou secondaire.

L'engagement public et le coût de cet engagement pour le budget public n'est pas équivalent selon les options retenues. Le niveau d'engagement de la puissance publique relève d'un choix politique.

**Proposition 4 :** Au niveau français, tester un dispositif de financement innovant qui reposerait sur un fonds de garantie aux investissements de la transition bas carbone, notamment pour la rénovation thermique des bâtiments, et l'infrastructure de recharge des véhicules à zéro émission. L'abondement de ce fonds de garantie pourrait être financé par l'émission d'obligations vertes souveraines.

**Proposition 5 :** A l'échelle locale, encourager des expérimentations de branchement de monnaies locales complémentaires sur des dispositifs de financement de projets de transition écologique des territoires

## 4 - ELOIGNER LES RISQUES DE STAGNATION SECLAIRE EN EUROPE

Les propositions énoncées ci-dessus expriment des initiatives qui peuvent être prises sous l'égide d'autorités publiques nationales dont l'enjeu est fondamentalement transnational. C'est la reconnaissance inéluctable que l'exploitation pluriséculaire de la nature sans en payer le coût est close. Cette réalité doit être incorporée aux projets politiques de développement des sociétés. La question climatique est décisive car elle est un bien public global qui a des ramifications sur la totalité des modes de vie. C'est pourquoi ce bien public est l'enjeu d'une transformation des régimes de

croissance. Pour les raisons indiquées plus haut l'intégration du climat dans les processus de développement s'organise dans le cadre national.

Cependant l'Europe, plus spécifiquement la zone euro, est plus qu'un espace international. La création d'une monnaie unique a instauré une puissance publique, la BCE, permettant que la souveraineté monétaire dépasse et lie étroitement les nations participantes. Sur le socle monétaire commun il est possible de réformer le système financier, durement affecté par la crise, pour le rendre capable d'engagement dans un processus d'investissements à long terme qui doivent être transnationaux par la nature du problème à résoudre, c'est-à-dire produire des biens publics profitant à tous les pays membres. Or, justement, la garantie publique est indispensable pour que l'épargne puisse être mobilisée dans des investissements dont le rendement social est supérieur à la rentabilité financière. On se trouve donc devant un moment critique comme l'Europe en a connu dans ses crises passées, où un dépassement politique limité et mesuré doit être accompli.

La question est : d'où doit partir l'initiative ? Rappelons que la construction européenne était déjà menacée après les crises des années 1970. Le dialogue entre François Mitterrand et Helmut Kohl à Fontainebleau en 1984 a refondé le pacte européen et permis à Jacques Delors de lancer son initiative sur les services financiers qui a conduit au rapport portant son nom sur la création d'une monnaie unique. Si l'on a été capable de créer une monnaie, ne le serait-on pas de mettre le budget européen qui existe au service de l'investissement à long terme en tant que vecteur d'un intérêt européen ?

Car la zone euro est minée par l'incapacité des Etats de définir un intérêt européen. Après la crise financière de 2008, un important montant de dette a été transféré du secteur privé au secteur public dans les pays membres de la zone euro. En réaction à l'augmentation spectaculaire de la dette publique, un effort budgétaire trop lourd, prématuré et simultané, a été accompli en Europe de 2011 à 2013. Cette politique a provoqué une récession parce que le secteur privé, très endetté avant la crise dans de nombreux pays, était dans l'incapacité de compenser la restriction de la dépense publique. Plus grave, les pays de la zone euro n'ont pas assaini leurs banques grevées de créances douteuses ; ce qui a rendu la reprise du crédit au secteur privé non existante ou anémique, contrairement aux Etats-Unis et au Royaume Uni. C'est pourquoi le taux de croissance potentiel en zone euro a fléchi considérablement par interaction d'une demande insuffisante pendant une période prolongée et d'un fléchissement des progrès de la productivité du travail et de la rentabilité du capital productif.

Bien sûr, les erreurs de diagnostic sur la nature de la crise financière, perçue à l'origine comme un choc exogène et fugitif, et surtout le déni de l'insolvabilité des finances publiques grecques, n'ont rien arrangé en laissant se développer la contagion par la panique dans les marchés financiers jusqu'à ce que la BCE assume le rôle de prêteur en dernier ressort dont le traité de Maastricht l'avait privée. Toutefois, le plus gros handicap de la zone euro, qui est devenu déterminant huit ans après le début de la crise, est la profondeur des désaccords politiques entre les gouvernements. L'hétérogénéité de la zone euro est telle qu'elle ne survit que dans l'immobilisme de l'observance d'un carcan de règles paralysantes. Car le Conseil Européen est dans l'incapacité de jouer le rôle d'un souverain collectif à même de définir l'intérêt général européen. Il n'est, en effet, capable que de compromis « au bord de l'abîme », de courte vue, partiels et précaires. C'est un jeu non coopératif de puissances étatiques,

aggravé par la très forte interdépendance mutuelle des membres qui y prennent part. La zone euro, ou un sous-ensemble de nations refondant le pacte européen, ne peut se constituer en puissance publique incarnant un intérêt européen que si elle se dote d'un budget de plein exercice. C'est la condition pour vivifier la démocratie à la fois dans les pays membres et au niveau européen. Car la redynamisation de l'Europe par les investissements en direction d'une croissance qui améliore l'environnement renforcera la cohésion sociale dans les pays et réduira la défiance que les gouvernements ont laissé s'installer par leurs politiques désastreuses d'austérité à contretemps.

## **LA TRANSITION CLIMATIQUE : UN ENJEU COMMUN QUI APPELLE UN BUDGET EUROPEEN POUR DES INVESTISSEMENTS CREATEURS D'UNE PUISSANCE PUBLIQUE**

Les engagements de la COP21, pour lesquels l'Europe a joué un rôle leader, impliquent d'engager un programme d'investissements en infrastructures dans les perspectives ouvertes par la transition climatique. Un budget européen est indispensable pour en donner l'impulsion parce qu'un régime de croissance soutenable ne peut être poursuivi dans le cadre européen que si sont produits des biens publics transnationaux que les États membres ne peuvent produire séparément.

Le budget de l'Europe est insuffisant par sa taille. Mais surtout l'Europe ne lève aucun impôt et n'émet pas de dette. La baisse du taux d'investissement public en Europe depuis plus de trente ans est la meilleure illustration de la démission des gouvernements européens. Une inversion de cette tendance est le point de départ d'une volonté commune d'édifier un nouveau régime de croissance. Elle implique naturellement de repenser les finalités du budget européen, d'en accroître la taille et d'en réformer la structure. Il est possible d'engager une stratégie à plusieurs phases. L'émission de dette obligataire européenne pour financer un programme d'investissements tourné vers des objectifs climatiques serait une première phase. Il s'agit d'une reformulation du plan Juncker avec un niveau de financement plus ambitieux et une garantie du budget européen permettant de réduire le levier d'attraction du financement privé et donc de le sécuriser. Symétriquement au renforcement du volet de financement, l'orientation des investissements devrait clairement s'inscrire dans le cadre d'une révolution industrielle dont la décarbonation de l'économie européenne est le principe directeur des choix d'investissements concrets. La seconde étape est que le Parlement européen contrôle le fonds de garantie et la gestion de la dette obligataire. La troisième étape est la capacité du Parlement à placer le budget sur ressources propres par un changement du traité le dotant de la capacité de lever l'impôt. Il ne s'agit en aucun cas du basculement vers une Europe fédérale car le budget resterait de taille modeste et dédié au financement des investissements à long terme. Il s'agit de faire de l'ensemble des pays s'engageant dans un pacte européen renouvelé une double démocratie, à la fois nationale et européenne.

**Proposition 6 :** Développer les ressources propres de l'Union par une taxe sur les transactions financières et/ou une taxe carbone communautaires et à défaut l'émission d'obligations européennes vertes, pour financer directement ou garantir le risque d'investissements publics et privés dans des biens publics environnementaux.

Rappelons qu'une taxe sur les transactions financières pourrait rapporter de l'ordre de 150 à 200 milliards d'euros par an, soit de l'ordre de 1% du PIB de l'Union Européenne dont il pourrait doubler la taille à 2 % du PIB. Du côté de la taxe carbone, l'hostilité des États à toute proposition de

la Commission européenne relative à une taxe étendue au niveau européen est irrationnelle, s'agissant d'un problème transnational par nature. Attribuer au budget européen des ressources fiscales propres, telles qu'une taxe sur les transactions financières et une taxe carbone prélevées dans toute l'Europe sous l'égide du Parlement européen, pour le financement d'investissements destinés à assurer la transition énergétique, pourrait accroître le budget à hauteur de 3,5 % du PIB européen hors Royaume-Uni, c'est-à-dire environ 500 milliards d'euros. Ce budget serait suffisant pour produire des biens publics d'envergure européenne, ainsi que pour servir de catalyseur à l'investissement privé par la médiation d'un système financier restructuré, avec une place substantielle donnée aux investisseurs responsables. Si le passage politique pour introduire une telle fiscalité européenne est étroit, l'émission, à défaut, d'obligations européennes vertes pour financer la garantie publique à ce programme d'investissement serait une façon d'inciter les Etats membres à mettre en place dans le futur une fiscalité carbone européenne afin d'en assurer le remboursement.

Dans la situation actuelle de l'Europe, au sein d'une économie mondiale affaiblie par l'épuisement du régime de croissance financiarisé et les hésitations sur les nouveaux axes de progrès, c'est dans le domaine de l'investissement que l'action d'une puissance publique serait la plus efficace. Les industries de réseau sont des biens publics européens qui sont une des clés de l'innovation. Le développement de ce type d'industrie est essentiel pour dynamiser les régions, créer des interfaces interrégionales et entraîner la création d'industries en aval grâce aux effets d'agglomération. Dans l'énergie, secteur actuellement en pleine désorganisation du fait des choix contradictoires faits par les principaux États membres, il faut évidemment bâtir une communauté européenne de l'énergie avec pour objectifs la baisse drastique des émissions de dioxyde de carbone et la sécurité des approvisionnements pour tous les pays de l'UE, donc favoriser la solidarité entre les États membres. Il est ainsi urgent de négocier un pacte de solidarité énergétique pour rendre les choix en matière de sources d'énergie primaire complémentaire et pour développer des réseaux intelligents de distribution d'électricité à l'échelle de l'Europe.

Pour bénéficier d'une croissance soutenable, il faut que le principe guidant les politiques publiques sur le long terme apparaisse clairement. La transition énergétique au sens large, entreprise dans la perspective du changement climatique, c'est-à-dire englobant l'efficacité énergétique de l'ensemble des processus de production, mais aussi dans les domaines des transports et de l'habitat, entraînera l'investissement à long terme qui peut à la fois redresser la croissance et en modifier le paradigme. Car l'efficacité énergétique passe par un remodelage du système productif sur le modèle de l'économie circulaire et territorialisée, ce qui contribuerait à intensifier l'intégration de l'industrie et des services, ainsi qu'à réorganiser les territoires ayant subi la désindustrialisation. Enfin, le financement de cette transition requiert une intermédiation financière très différente de celle qui fut en vigueur au cours des trois dernières décennies.

## **LE PROGRAMME EUROPEEN D'INVESTISSEMENT A LONG TERME NE PEUT ETRE MIS EN ŒUVRE SANS PROMOUVOIR UNE NOUVELLE FINANCE**

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 ici indispensable. Lorsqu'il s'agit de biens publics purs, le financement relèverait de la responsabilité directe de l'autorité budgétaire européenne. En matière d'activités à externalités positives, ce sont les banques publiques de développement qui constituent les acteurs financiers prépondérants. Leur mandat de long terme leur permet en effet de soutenir des projets de grande envergure engendrant de telles externalités. Leur capital est détenu 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 publiques de développement peuvent assurer la gouvernance des projets d'investissement du fait qu'elles ont l'expertise nécessaire pour assumer la sélection, l'évaluation et le contrôle du suivi. Elles constituent donc des partenaires directs lorsqu'il s'agit de choisir les technologies, les montants alloués et les localisations adéquates. Ces banques peuvent attirer d'autres prêteurs et fournir un levier à la mobilisation de leurs ressources.

**Proposition 7 :** Bâtir une nouvelle architecture financière européenne au travers du réseau de banques publiques d'investissement nationales, autour du double pivot d'une Banque européenne d'investissement remodelée pour accroître les risques encourus et des investisseurs responsables pour faire effet de levier tout en contrôlant la qualité des investissements et garanties apportés.

L'Europe a la chance de posséder une riche panoplie de banques publiques de développement et d'investisseurs financiers publics poursuivant la même logique. La Banque européenne d'investissement devrait être le pivot de la nouvelle architecture lorsque, soutenue par une garantie budgétaire, elle pourra sortir de sa prudence légendaire et prendre enfin des risques. S'ils agissaient en se coordonnant, ces différents organismes disposeraient d'une force de frappe financière considérable, qui pourrait être amplifiée par des investisseurs privés responsables.

Un investisseur responsable est un intermédiaire financier qui collecte des montants élevés d'épargne (compagnies d'assurances, 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<sup>38</sup>. En effet, 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 dont dépend leur capacité à honorer leurs engagements à l'égard de leurs mandants. Les investisseurs responsables sont conduits à s'impliquer dans la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent pour infléchir les modèles de gestion dans le sens d'une sensibilité aux critères sociaux et

---

<sup>38</sup> Stiglitz, J. E., Sen, A. K., & Fitoussi, J. P., Rapport de la Commission sur la mesure des performances économiques et du progrès social, 2009  
CGDD, Nature et Richesse des Nations, Numéro spécial de la Revue du Commissariat Général au Développement Durable, 2015

environnementaux. 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. La gouvernance par les investisseurs en tant qu'actionnaires doit s'exercer de manière à susciter la mise en œuvre au sein des entreprises concernées d'une expertise concernant l'appréhension des risques, la prise en compte d'indicateurs de référence et l'élaboration de scénarios concernant leur avenir.

Il faut donc une masse critique suffisante d'investisseurs 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 financiers s'engagent à retirer leurs placements des industries à fortes émissions de carbone pour favoriser celles qui se montrent soucieuses d'efficacité énergétique.

L'engagement de la banque centrale peut également s'avérer indispensable face aux risques financiers à caractère systémique, qui seront provoqués par les changements de politique, les mutations technologiques et toutes les transformations susceptibles d'entraîner des valorisations très différentes des moyennes actuelles sur de vastes ensembles d'actifs financiers, au fur et à mesure que les coûts et les bénéfices des actions prises seront constatés.