

La finance durable de Monsieur Macron

17 JANVIER 2022

Auteur

JULIEN LEFOURNIER

Consultant indépendant,
et auteur avec, Alain
Grandjean, de *L'illusion de la
finance verte* (Editions de
l'Atelier, 2021)

La Grande Conversation a publié, le 8 décembre dernier, un texte de Philippe Zaouati proposant un bilan des actions menées dans le quinquennat en cours pour mobiliser la finance sur des objectifs de la transition environnementale. Dans cette réponse, l'auteur exprime ses doutes sur la capacité actuelle du secteur de la finance à contribuer à la lutte contre le réchauffement.

1. SECTEUR FINANCIER : LA DIFFÉRENCE ENTRE “JOUER SON RÔLE” ET “FAIRE SA PART”

Le candidat Macron écrivait en 2017 : *“J’attends du secteur financier qu’il joue son rôle, en mettant ses capacités de financement et sa créativité au service de cette transition, en créant des supports financiers attractifs pour l’épargne de long terme, et de façon plus générale en favorisant le long terme et en prenant conscience de sa responsabilité”*^[1].

Cette déclaration surprend car le candidat ne proposait absolument aucune réglementation ni incitation alors que le rôle du secteur financier privé n’est pas de se mettre spontanément au service de la transition écologique et énergétique mais de faire fructifier ses investissements. L’appel à une prise de conscience semblait tout de même une étape à la fois complètement dépassée en 2017 et totalement insuffisante.

Les acteurs financiers sont des entreprises commerciales en concurrence les unes avec les autres. Que ce soit pour leur compte propre (investissements des banques) ou pour le compte de leurs clients, particuliers ou institutionnels comme les fonds de pension, ces acteurs recherchent les meilleures performances financières. Il s’agit de maximiser le rendement ajusté du risque de leurs portefeuilles d’investissements.

S’agissant des mandataires, cette responsabilité fiduciaire est totalement structurante : maximiser la performance financière des actifs dans l’intérêt du seul bénéficiaire exclut de gérer *“au premier chef”* (cf. note 1) dans l’intérêt de la société dans son ensemble (quoique cela veuille dire). La gestion par défaut exclut donc un investissement responsable ou durable qui serait, par définition, un investissement fondé sur des critères extra-financiers indépendants donc des objectifs de performance financière et donc de l’intérêt financier de l’investisseur lui-même. Un investissement responsable qui maximiserait la performance financière ne serait plus un investissement vraiment responsable puisqu’il serait choisi par n’importe quel gestionnaire. Naturellement, une telle “coïncidence” serait de toutes manières limitée à un très petit nombre d’investissements potentiels (sans impact négatif !), par exemple dans les technologies climatiques, représentant bien moins de 1% de ce qui est communément associé aux encours sous gestion “durable”.

[1] Les citations de M. Macron sont tirées de sa réponse à la lettre ouverte du Forum pour l’Investissement Responsable (FIR). Voir le courrier publié sur le site du FIR: https://www.frenchsif.org/isr-esg/wp-content/uploads/LettreOuvverteFIR_Re%CC%81ponseMacron.pdf

Pour le reste, l'approche durable étant la prise en compte d'externalités négatives (comme les émissions de GES par exemple) justement considérées jusque-là comme gratuites, l'exigence de rentabilité de la finance traditionnelle crée une impasse pour le financement de la décarbonation de l'économie. Cela coûte plus cher de produire plus proprement les mêmes biens (acier propre, hydrogène vert etc.). De tels investissements verts seraient structurellement moins rentables que la poursuite du *business as usual* carboné. Ils ne seront finalement pas sélectionnés par l'entreprise dont les investisseurs en fonds propres exigent qu'elle crée et même maximise la valeur actionnariale, c'est-à-dire la valeur pour eux-mêmes. Bill Gates^[2] dit la même chose : "réduire les primes vertes est la chose la plus importante que nous puissions faire pour éviter une catastrophe climatique". Il donne l'exemple d'une compagnie aérienne passant du kérosène à un biocarburant et qui verrait ses coûts d'approvisionnement augmenter de 141 %. Le terme "prime verte" renvoie à ce surcoût (qu'il faut payer) entre un produit ou un processus qui implique l'émission de GES et une alternative qui ne le fait pas. Gates poursuit en écrivant que les gouvernements ne disposent que de deux leviers pour réduire ces primes vertes : réduire le coût des alternatives zéro carbone ou facturer les coûts cachés de la pollution (idéalement, les deux). De manière tout à fait significative, à aucun moment il ne fait référence à la finance... verte ou pas.

Il ne faut pas confondre "jouer son rôle" et "faire sa part". Parler de finance verte devrait signifier que ce surcoût vert reviendrait, au moins en partie, aux apporteurs de capitaux, aux financeurs. Ce n'est bien sûr pas le cas pour M. Macron. Dans le paradigme financier, l'exigence de rentabilité des investisseurs est identique pour les projets verts et bruns d'une entreprise, seule l'adéquation risque-rendement compte. Comme la rentabilité de l'investisseur, c'est le coût du capital payé par l'entreprise, ces financiers n'influencent pas sur la sélection des projets en fonction de bénéfices environnementaux ou sociétaux, mais en fonction des cash-flows prévisionnels. Les cash-flow "verts" avec des capex importants et des bénéfices à long terme sont structurellement défavorisés par rapport à l'exploitation à court-terme des actifs carbonés existants.

La finance privée ne joue ainsi aucun rôle singulier dans la transition, ni incitation, ni accélération. Elle rate de loin l'objectif quantitatif - pour rappeler l'ordre de grandeur, la Cour des comptes européenne estimait l'investissement annuel nécessaire à 1115 milliards d'euros entre 2021 et 2030 en Europe. Elle ignore l'objectif qualitatif puisque l'État reste seul pour faire franchir à l'actif vert le fossé de la rentabilité ("grâce à une utilisation intelligente de l'argent public (« *de-risking* » de projets)" (cf. note 1).

[2] *Climat : comment éviter un désastre*, de Bill Gates (Paris, Flammarion, 2021)

Par exemple, il n'y aurait pas eu de nouvelles énergies renouvelables intermittentes sans les 120 à 150 milliards d'euros d'argent public^[3] investis pour leur soutien (à travers des prix de rachat garantis), un soutien de fait au bénéfice des producteurs d'électricité d'origine éolienne et photovoltaïque. Ce sera également vrai des prochains EPR. Les mains se tendent maintenant vers l'État pour payer le surcoût de l'atténuation dans de nouveaux secteurs (batteries, automobile, hydrogène vert à usage industriel, infrastructures diverses, etc.) et fabriquer de nouveaux actifs financiers "investissables".

Le financement de la transition devient l'opportunité d'un ruissellement à l'envers, l'argent public - qui est aujourd'hui essentiellement la dette de tous les contribuables - sert à rendre les projets bancables pour assurer aux investisseurs la rentabilité (excessive) qu'ils recherchent. L'État joue le rôle de l'investisseur social et environnemental de référence, soit (sachant qu'il ne pourra pas tout), mais le secteur financier finance tout ce qui est rentable, quelle que soit la couleur du projet. Ce qui explique qu'en moyenne pour 1€ investi dans le vert, on investit encore 3€ dans le brun (y compris une part de l'Etat d'ailleurs). Un rapport de Reclaim Finance^[4] révélait que les 60 plus grandes banques du monde ont accordé 3800 milliards de \$ aux entreprises actives dans les secteurs du pétrole, du gaz et du charbon depuis l'Accord de Paris, avec des financements plus hauts en 2020 qu'en 2016, cela particulièrement de la part de grandes banques françaises.

Finalement, le secteur financier n'agit pas sur les paramètres de risque-rendements qui sont ses inputs. C'est l'État qui doit déformer différentiellement les risque-rendements verts et bruns pour jouer sur les productions relatives d'actifs financiers verts et bruns (et donc sur les productions d'actifs physiques sous-jacents verts et bruns). Il devrait le faire de manière beaucoup plus systématique et pas seulement en réduisant le risque du vert ou en augmentant la rentabilité du vert, mais aussi en dégradant la rentabilité du brun (taxe carbone, durcissement des normes d'émission, interdiction à terme, etc.). Aucune de ces déformations n'est endogène aux marchés financiers.

[3] [Le soutien aux énergies renouvelables | Cour des comptes](#)

[4] [Banking on Climate Chaos 2021 : Rapport sur le financement des énergies fossiles - Reclaim Finance](#)

2. LE CAS EMBLÉMATIQUE DE L'OBLIGATION VERTE

Selon l'économiste Michael Jensen, "il n'est pas de proposition en économie plus solidement confirmée que l'hypothèse d'efficience des marchés financiers"[5]. Critiquer cette déclaration va bien au-delà de cette note, mais disons pour simplifier que ce qui est tout à fait consensuel, c'est qu'il n'y a pas d'arbitrage sans risque disponible dans le marché (le fameux "no free lunch"). Imaginez donc deux actifs, un vert et un brun, de la même classe de risque et générant exactement les mêmes flux de revenus. Si le prix de l'actif vert s'appréciait relativement à celui du brun, un arbitrage serait mis en place par les professionnels pour un profit certain : vendre le titre vert et acheter le titre brun.

Le cas de l'obligation verte est très intéressant parce qu'il illustre exactement ce que prédit la théorie. Les risques d'une obligation verte et d'une obligation classique sont strictement identiques (c'est le risque crédit ou risque dit émetteur) et les investisseurs ne peuvent pas faire autrement que de les "pricer" de manière similaire[6].

Finalement, faisant une analogie avec le prêt d'un acheteur considérant un véhicule électrique et un véhicule à moteur thermique, tout se passe exactement comme si le prêt et en particulier le taux d'emprunt octroyés par la banque étaient identiques, que cet acheteur finance l'un ou l'autre des véhicules. Si l'acheteur choisit finalement le véhicule propre, que son banquier appelle finalement "vert" son prêt n'apporte rien. Le prêt lui-même n'aura joué strictement aucun rôle différenciant dans la sélection de l'acheteur. Ce qui compte, ce sont les incitations pécuniaires (bonus de l'État ou de la Région) et l'effort personnel (couvrant le reste à charge) de l'acheteur. Ici, l'État aura fait sa part, l'acheteur aura fait sa part, mais "la finance" n'aura joué que son rôle. Elle n'aura pas fourni d'incitation et donc ne contribue pas à l'accélération de la transition.

C'est exactement cela, l'obligation verte - avec le risque supplémentaire que le projet sous-jacent ne soit pas vert. Là, la vigilance des ONG est utile car on a le droit de ne pas vouloir financer une nouvelle centrale thermique à charbon ou une extension d'aéroport[7] (a fortiori avec une obligation verte). Mais financièrement, quelle que soit la qualité du projet sous-jacent, il n'y a aucun transfert d'une prime verte vers les porteurs obligataires : l'entrepreneur vertueux paiera exactement le même taux pour financer son projet vert que l'alternative brune. Et les banquiers se diront "fiers" de lancer ces obligations vertes (et curieusement jamais "honteux" de lancer des obligations brunes). M. Macron écrivait "*en poursuivant l'émission d'obligations vertes, l'État donnera un signal clair et fort*" (cf. note 1). Vraiment ? Mais un signal de quoi et envers qui ? C'est le monde à l'envers

[5] Michael Jensen, « Some Anomalous Evidences Regarding Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, 6 (2-3), 1978

[6] Le lecteur intéressé pourra consulter *L'obligation verte: la théorie contre la réalité.1* ou chapitre 11 de *L'illusion de la finance verte* de Grandjean & Lefournier (Ivry-sur-Seine, Editions de l'Atelier, 2021).

[7] Ce qui vient de se reproduire dès cette rentrée 2022; *How banks painted an airport green* - Reclaim Finance

Ce n'est pas l'obligation verte qui rend le projet vert, c'est le projet vert qui peut rendre l'obligation verte. Le fameux fléchage fonctionne en réalité dans l'autre sens. Ce sont les émetteurs (d'obligations) vertueux qui sont priés de contribuer sans aucune contrepartie au *greenwashing* de la sphère financière. En réalité, l'État et ses agences (AMF notamment) donnent un très mauvais signal. Particulièrement en autorisant les banques commerciales à émettre des obligations vertes alors qu'elles disposent du "green loan" (copié-collé de l'obligation verte pour le marché bancaire) pour marquer leurs financements verts, prolongeant ainsi la fiction d'une réallocation active de l'argent en faveur de la transition, jusqu'à l'absurde dans ce dernier cas puisque les banques créent directement la monnaie en prêtant (elles ne transfèrent pas l'argent de la poche des épargnants vers leurs débiteurs).

La confusion a été installée à un tel niveau, que certains observateurs considèrent la taxonomie verte comme une fin en soi. Elle n'est en fait qu'une condition nécessaire mais absolument pas suffisante d'une déformation du marché en faveur de la transition. Bien sûr qu'on doit d'abord s'accorder sur ce qui est vert et ce qui ne l'est pas. Mais pour fertiliser justement cette taxonomie, il faut des mesures supplémentaires, fiscales par exemple. Mais au pays des niches fiscales, M. Macron n'en veut pas *"Je propose de simplifier la fiscalité de l'épargne avec un taux de prélèvement unique de 30% pour tous les produits financiers. Ainsi, la fiscalité ne sera plus un élément déterminant du choix des épargnants. C'est une mesure indispensable pour **redonner la liberté de choix aux épargnants**, et pour retrouver une allocation de l'épargne qui s'adapte à l'horizon d'investissement et aux préférences des épargnants. La stabilité retrouvée des règles du jeu favorisera la mobilisation des capitaux privés pour la transition écologique"* (cf. note 1). Ladite "flat tax" qui a bel et bien été mise en place revendique au contraire une neutralité totale entre vert et brun. On ne voit absolument pas pourquoi la "liberté" favoriserait la transition... Cette déclaration ne s'appuie sur aucune théorie ni observations (d'ailleurs pas un seul mot sur le sujet dans les 3 rapports du comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital de France Stratégie)^[8].

Aujourd'hui, le "sceau" vert n'est pas synonyme de conditions de financement privilégiées, ce qui rend la politisation du sujet de la taxonomie (le bras de fer entre français et allemands qui vont verdir du même coup le gaz et le nucléaire) difficile à comprendre et le sujet très loin des approches et des objectifs fondés sur la science.

[8] Comité d'évaluation des réformes de la fiscalité du capital – Troisième rapport | France Stratégie

3. LA “LIBERTÉ DE CHOIX” ET L’INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE (ISR)

Pour que les épargnants puissent exercer leur “*liberté de choix*”, une offre s’est développée de manière massive mais elle se déploie à l’intérieur du cadre le plus traditionnel de la sphère financière.

Pour en comprendre les raisons, il faut revenir au concept initial de l’investissement socialement responsable (ISR), une prise en compte pour des raisons morales de critères extra-financiers indépendamment des objectifs de performance financière, et donc de l’intérêt financier de l’investisseur lui-même. Ces investisseurs responsables ne souhaitent pas financer certains secteurs comme celui de l’alcool, du tabac, etc. Une position morale tout à fait légitime, mais individuelle ou communautaire (les critères extra-financiers des uns ne vont pas nécessairement coïncider avec ceux des autres), et procédant historiquement par exclusion. Cette exclusion - “quoi qu’il en coûte” - assumait donc un coût d’opportunité potentiel ; celui de la surperformance des valeurs exclues, ces “sin stocks”, ces actions “du péché” que l’on refusait d’acheter. Une telle position ne visait pas à réformer le monde ni la finance d’ailleurs. Ce qu’elle a échoué systématiquement à faire : en 2021, les marchands d’armes ont battu des records absolus de ventes et l’industrie du tabac a fait plus de 600 milliards de ventes.

Cette conception potentiellement coûteuse était inacceptable du point de vue de l’industrie financière et ne répondait pas à la demande générale. Suivre le marché pour la gestion passive (c’est-à-dire se contenter de la performance moyenne) ou espérer “battre le marché” pour les plus motivés, oui, mais sous-performer n’a jamais été un argument de vente solide en matière financière...

Le monde financier ne se lie pas volontairement les mains pour une raison simple : une contrainte supplémentaire (par exemple sur l’univers “investissable”), c’est une espérance de performance diminuée. C’est tout à fait général. Si, au Monopoly, un joueur respectait une règle supplémentaire (il ne peut pas acheter les terrains bruns !) qui ne serait pas imposée aux autres joueurs, eh bien, en moyenne, il aurait statistiquement perdu la partie avant d’avoir lancé le premier dé. Les autres peuvent faire tout ce qu’il peut faire (comme acheter et vendre des actions du secteur brun), et plus ! Ils le dominent nécessairement. C’est bien pourquoi les tricheurs (délits d’initiés par exemple) ne respectent pas les règles : cela leur donne un avantage. S’imposer des règles (environnementales par exemple) plus strictes que les autres, ce serait comme une entreprise qui s’infligerait seule un handicap mortel de compétitivité-coût. C’est bien la raison pour laquelle on plaide pour la mise en place d’une forme de taxe carbone aux frontières de l’Europe afin d’assurer des règles du jeu équitables et corriger l’écart de sévérité des réglementations entre l’intérieur et l’extérieur de l’espace européen.

Dès qu'une ambition entame la rentabilité, la demande s'effondre. La finance solidaire est certainement un exemple de finance responsable. Là, il y a une véritable concession sur la rentabilité des projets présentant un bénéfice social. Dès lors, cette finance "hors marché" ne représente que 0,02 % des patrimoines des français.

Le concept initial a donc été détourné par ceux qui proposent ce que proposent tous les autres (c'est-à-dire la performance financière), et "en même temps" de "sauver le monde". On rase donc gratis, pas demain mais aujourd'hui !

Les investisseurs professionnels responsables (d'abord et avant tout sur le plan fiduciaire) sont évidemment transparents sur leurs engagements réels, quand on les recherche. Le "et en même temps" marketing est bien une subordination de la préférence pour la soutenabilité à la performance financière. Il n'y a aucun changement du paradigme. Selon PGGM^[9], le deuxième plus gros fonds de pension néerlandais :

- **"La zone verte est la zone responsable.** Les investisseurs de cette zone font de leur mieux pour contribuer à un monde plus durable, à condition que ce ne soit pas au détriment de la performance attendue par leurs bénéficiaires. Dans cette zone, l'idée est de contribuer au rendement sociétal aussi longtemps que cela n'affecte pas le rendement financier individuel. Dans cette zone, les investisseurs considèrent que contribuer au développement durable dans le cadre de leur mandat est l'une de leurs motivations intrinsèques ;
- **la zone rouge** : dans cette zone, la contribution au bien collectif se fait en sacrifiant une partie du bien individuel. Cela se traduirait par une réduction de la pension de retraite des bénéficiaires afin de contribuer à un monde durable. C'est la zone de la tragédie des biens communs et de la tragédie de l'horizon, pour reprendre l'expression de Mark Carney. Cette option ne relève pas du mandat des gestionnaires de fonds de pension".

PGGM confirme bien là son impuissance : le mandat d'un gestionnaire de fonds et les incitations produites par le système vont à contresens de ce qui serait nécessaire, car c'est précisément en investissant dans la zone rouge qu'on éviterait ladite tragédie des horizons/communs.

PGGM interprète complètement à contresens la tragédie des horizons/communs puisque c'est précisément en investissant dans la zone rouge qu'on éviterait cette tragédie. La préférence pour la soutenabilité des investisseurs dit verts est toujours subordonnée de fait à la performance financière, ce qui la vide totalement de substance.

Quand M. Macron écrit "*Toutes les études montrent que les Français sont attachés à l'impact environnemental et social de leur épargne, autrement dit à donner un sens à leur épargne*".

[9] Lire p.79 dans

https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/media/2020/11/20/revue_de_la_stabilite_financiere_23.pdf

C'est vrai mais trompeur : les motivations financières les plus traditionnelles (l'arbitrage risque-rendement) passent toujours avant la durabilité, il s'agit donc d'une préférence qui n'accepte pas de renoncer à la moindre fraction de rentabilité – par exemple pour assumer des coûts qui seraient justement associés à ce que serait une véritable durabilité. Une préférence, toutes choses égales par ailleurs, qui ne veut plus rien dire. La même que celle d'un mandataire comme PGGM forcément.

D'ailleurs, techniquement il n'y a pas d'autres critères de décision que l'optimisation de l'argent car la machinerie ISR repose généralement sur l'utilisation de notations ESG réalisées par une poignée d'agences américaines (non réglementées) qui ne mesurent absolument pas l'impact des entreprises notées sur la biosphère et encore moins l'impact des fonds eux-mêmes. Pas de bénéficiaires finaux, pas d'obligations de moyens, pas d'impact quantifiable et mesurable et surtout pas d'obligations de résultats. Il s'agit d'un formalisme^[10] (autorisé par le label ISR officiel) qui consiste essentiellement à fabriquer une notation ESG moyenne supérieure à celle d'un indice de marché de référence.

Pour ce faire, certains fonds excluent parfois le secteur de l'énergie, dans une approche d'exclusion traditionnelle. C'est une posture discutable, car si l'on peut vivre sans fumer ni boire d'alcool, notre monde ne peut pas fonctionner sans énergie, laquelle est même au cœur de la transition énergétique... Ces mêmes fonds investissent d'ailleurs dans le secteur financier qui... finance le secteur énergétique. La majorité des fonds ISR adopte cependant une position strictement opposée. Ils n'excluent aucun secteur a priori. A travers l'engagement actionnarial, pourrait-on finalement convaincre Total de renoncer à ses nouvelles explorations d'énergies fossiles ou donne-t-on passivement son accord à un pseudo plan climat proposé par l'entreprise ?

Quoi qu'il en soit, leur optimisation méthodologique est construite sous contrainte de déviations géographiques et sectorielles très limitées par rapport à leur indice de référence. Dans les deux cas, en réalité, on colle en général à un indice de référence comme le MSCI, qui représente 85% de la capitalisation boursière de la zone euro. Autrement dit, contrôlant le risque d'écart de performance entre le portefeuille ISR et cet indice de référence, ces fonds et l'indice de référence sont essentiellement des biens substituables, et cette alternative échoue à sortir du paradigme risque-rendement habituel et du monde du "*business as usual*" associé et carboné.

Après des années de matraquage marketing intensif de l'industrie financière, de soutien de nouveaux marchands de doute, de capture des régulateurs et d'impasse bureaucratique bruxelloise, une réaction est en train de se produire avec la multiplication d'expressions publiques dont la plus remarquable aura été celle de Tariq Fancy^[11], ancien CIO Sustainability de Blackrock.

[10] [What is ESG Investing? MSCI Ratings Focus on Corporate Bottom Line](#)

[11] [The Secret Diary of a 'Sustainable Investor' — Part 1 | by Tariq Fancy | Medium](#)

Pour les plus téméraires des marketers verts pour lesquels le “et en même temps” était devenu un “et en plus”, (une proposition mathématiquement absurde), le temps est à l'orage[12][13]. Dans le désordre : Morningstar a collecté des données sur environ 52% de l'univers d'investissement européen (plus de 15 000 fonds): seulement 2,7% sont classés à l'article 9 de la réglementation “SFDR” (“Sustainable Finance Disclosure Regulation” classifie ainsi les produits qui auraient un objectif d'investissement durable). Pour le think tank Influence Map, 71% des 593 fonds ESG analysés (\$265 milliards d'actifs sous gestion) sont en contradiction avec les accords de Paris et 55% des 130 fonds dits climat (\$67 milliards) agissent à l'encontre du scénario +1,5°C. Dans une étude[14], 3 chercheurs de l'EDHEC montrent que la problématique est essentiellement la même pour des fonds «thématiques» comme les fonds climat : 100 % des fonds analysés devraient tomber dans la catégorie *greenwashing* compte tenu de la faiblesse du rôle des déterminants Climat. Tout cela n'empêche pas l'AMF de prévoir la possibilité d'une communication dite “réduite” pour les fonds qui “prennent en compte dans leur gestion les critères extra-financiers **sans en faire un engagement significatif**”[15]...

Espérons que les révisions de la directive MiFID II et de la directive sur la distribution d'assurance (DDA) qui visent à inclure les préférences des clients en matière de durabilité soient l'occasion d'une vraie clarification. La manière dont on interrogera les clients sur leur sensibilité à ce sujet sera déterminante. Quelles concessions en termes de rentabilité seront-ils prêts à faire pour favoriser la transition ? Quels risques supplémentaires seront-ils prêts à prendre pour favoriser la transition ?

4. RISQUES ANTAGONISTES ET IMPUISSANCE FACE AU CHAOS CLIMATIQUE QUI S'ANNONCE

*« Nous savons que le changement climatique fait peser une systémique à long terme **sur la sécurité du système financier**. Il faudra trouver des moyens pour mitiger ce risque. Je suis favorable à une prise en compte des agendas environnementaux, notamment climatiques, dans la régulation prudentielle. Cela pourrait se traduire par un système de bonus/malus en fonction du type d'actifs pour les exigences en capital des banques et des assurances » (cf. note 1).*

M. Macron précise ce qui le préoccupe ici, ce n'est pas le risque que l'activité humaine représente pour la stabilité du climat lui-même, avec ses conséquences potentielles désastreuses, mais le risque que le changement climatique fait peser sur le système financier.

[12] [ESG outperformance narrative 'is flawed', new research shows | Financial Times](#)

[13] [The Trillion-Dollar Fantasy | Institutional Investor](#)

[14] [Le climat mérite mieux que 12 % ! | EDHEC Business School](#)

[15] [Finance durable et gestion collective : l'AMF publie une mise à jour de sa doctrine en matière d'information des investisseurs | AMF](#)

C'est exactement la même inversion que celle des notations ESG qui ne mesurent pas l'impact d'une entreprise sur notre biosphère et ses populations mais le contraire : l'impact potentiel du monde extérieur sur l'entreprise (et ses actionnaires).

En outre, cela débouche sur une impasse car les risques associés au changement climatique, théorisés par l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre Carney, sont en réalité antagonistes : le statu quo du monde carboné du Business As Usual est associé à la montée des risques physiques (et de responsabilité) alors que la décarbonation de l'économie est associée par construction aux risques de transition. Plus on décarbore (plus on transitionne), plus on augmente le risque de transition, plus on diminue les risques physiques (et de responsabilité). Et inversement. C'est un point crucial qui permet d'expliquer l'inertie actuelle : la transition, c'est un risque potentiel pour le système financier lui-même ! "*Success is failure*", a dit Carney lui-même[16]. Le budget carbone encore disponible aujourd'hui pour limiter le réchauffement à +2°C impliquerait de laisser dans le sol la majorité des ressources connues de charbon, de pétrole et de gaz – dévalorisant les actifs associés devenus « stranded assets », ou « actifs échoués » (évalués grossièrement à un tiers du marché britannique des actions et des obligations (en valeur) par Carney en 2015). Malheureusement, il y a une asymétrie temporelle, les risques physiques sont lointains et vus comme beaucoup moins "chers" par les modèles économiques et financiers actuels que les risques de transition qui seraient des coûts à payer aujourd'hui (comme ceux subis par le secteur automobile). La dévaluation temporelle liée à l'actualisation des flux est défavorable à la mise en œuvre de la transition (100€ dans 20 ans ne valent que 10€ actualisés à 12%). Ce genre de "détail", assorti d'autres simplifications (croissance exogène et indépendante du climat, courbes de dommage hors-sol et minorant l'impact climatique), avait conduit l'économiste Nordhaus, dans une analyse de type coût-bénéfice, à calculer un scénario "optimal" de maximisation du bien-être économique qui entraînait une augmentation de la température de +3,5°C !

M. Macron ne propose aucune boussole pour sortir de cette ornière. Le système de bonus/malus n'a pas été mis en place. Naturellement, les banques, elles, réclamaient l'option gratuite du bonus vert... alors que ce système ne devrait d'ailleurs être qu'un malus sur les actifs bruns ("*penalizing brown factor*"), pour diminuer leur production par les banques, sans affaiblir un outil prudentiel mis en place pour gérer les risques des bilans des institutions financières. "Vert" n'est certainement pas corrélé à un niveau de risque particulier. Un projet vert peut naturellement être très risqué (surtout s'agissant d'innovation technologique). Sans parler de contribuer aux investissements dans l'énergie propre dans les économies en développement (qui représenteront l'essentiel de la croissance des émissions de GES au cours des prochaines années) ? Qui va surmonter le risque (de ces pays ?

[16] [ESG outperformance narrative 'is flawed', new research shows | Financial Times](#)

Ce manque de vision renforce le statu quo puisque les investisseurs sont laissés à leurs propres spéculations sur l'avenir. Le jeu mortifère des multiples scénarios donne l'avantage au statu quo et à la gestion passive (répliquer passivement l'indice de marché comme on l'a vu, une formule low-cost en plus). Car sur quelles transitions les investisseurs pourraient-ils miser sans prendre des risques très importants ?

Après ce qu'ils ont découvert de chaînes d'approvisionnement par temps de Covid, pensez-vous que les investisseurs sont confiants par exemple dans l'approvisionnement nécessaire à la fabrication de centaines de millions de batteries requises pour l'électrification du secteur automobile ? Même la colonne vertébrale qu'est le système énergétique n'est plus définie en France, pays d'ingénieurs. Le gestionnaire national du Réseau de transport d'électricité a publié en octobre 2021 six scénarios pour le système électrique français, après ceux de négaWatt, ceux de l'Ademe, ou bien ceux de l'Agence internationale de l'énergie pour parvenir, en trente ans, au « zéro émission nette ». Quel est le vôtre ?

Même les autorités de contrôle comme l'ACPR utilisent des scénarios hors-sol: pas de transition, transition rapide, transition ordonnée, transition retardée, mais qu'est-ce que cela peut bien représenter concrètement ? Il s'agit finalement de rassurer en produisant les résultats de stress-tests^[17], la ligne Maginot du système financier.

Il nous manque toujours une vision et une feuille de route du futur souhaitable, et M. Macron n'en produit pas. C'est complexe, on ne peut pas répondre à la question du futur de manière isolée, il faut développer une approche systémique. M. Macron relance bien un Haut-Commissariat au Plan mais qui ne fournit pas de plan.

Après "Le plan d'investissement public de 50 milliards d'euros que je propose vise à accélérer l'évolution vers une économie durable, avec notamment un volet de 15 milliards d'euros consacré à la transition écologique, et 5 milliards d'euros à la montée en gamme de notre agriculture" (cf. note 1), le plan "France 2030", doté de 30 milliards d'euros déployés sur 5 ans, vise à développer la compétitivité industrielle et les technologies d'avenir. Ce n'est pas plus un plan pour la transition, il ne n'intègre aucune approche systémique pour juger de la pertinence des multiples objectifs évoqués pour "mieux comprendre, mieux vivre, mieux produire". Saupoudrage.

Pourtant la demande est bien là, de tous bords^[18]. Patrick Martin, chef d'entreprise et Président délégué du MEDEF répondait au Shift Project : "On veut un plan. Les entreprises ne pourront pas anticiper et accompagner, notamment socialement la transition si une feuille de route n'est pas co-élaborée puis déclinée dans la durée et la stabilité. L'imprévisibilité est un facteur totalement anxiogène et démotivant".

[17] [Scénarios et hypothèses principales de l'exercice pilote climatique | Banque de France](#)

[18] Y compris Terra Nova dans "[Gouverner la transition écologique](#)"

5. CONCLUSION

M. Macron n'a pas trahi ses engagements car les exigences du candidat pour le secteur financier étaient dérisoires. Mais il y a tout de même une contradiction pour celui qui écrivait: *“L'enjeu est d'enclencher rien moins qu'une nouvelle révolution industrielle en redéployant les investissements vers les infrastructures d'énergie bas carbone, les bâtiments à haute qualité environnementale, l'efficacité énergétique, la valorisation du capital naturel et humain, le recyclage des déchets, l'adaptation aux changements climatiques et l'agro-écologie. La prise en compte des impacts environnementaux et sociaux doit être au cœur de ce nouveau modèle. Cette économie durable n'est pas un secteur ou une partie de l'économie, elle l'englobe en totalité, et c'est la raison pour laquelle le secteur financier est concerné au premier chef”* (cf. note 1).

Ces déclarations définissaient parfaitement la nature du changement attendu (ou espéré) : il doit être systémique et inclure évidemment le secteur financier qui doit réallouer les actifs en faveur de la transition. Attirer la lumière des projecteurs sur un petit bout de finance appelée verte n'a aucun sens si, “et en même temps”, on charge les bilans avec de nouveaux actifs bruns. Si on ne faisait qu'ajouter du vert au monde carboné du business as usual, on ne diminuerait pas les émissions de GES.

Cette vision a pourtant été confirmée depuis par de nouvelles déclarations comme celle du ministre de l'économie Bruno Le Maire auprès de la place financière de Paris : « *La finance, c'est le nerf de la guerre climatique, la finance sera verte ou ne sera pas* ». On peut répondre aujourd'hui sans aucun doute qu'elle ne l'est pas et qu'elle ne le sera pas, si elle reste livrée à elle-même comme le suggère M. Macron.

Les objectifs dérisoires affichés en 2017 par M. Macron paraissent bien contradictoires avec l'urgence climatique : *“Je suis favorable par exemple à une obligation de proposer au moins un fonds labellisé dans toute offre bancaire ou d'assurance-vie, comme c'est le cas aujourd'hui dans l'épargne salariale”* (Cf. note 1). Ce qui sera à peu près réalisé en 2022, après 5 ans, par le biais de la loi Pacte de 2019 qui impose aux assureurs de proposer dans leurs contrats multi supports au moins un fonds dit “solidaire”, un fonds labellisé ISR et un fonds Greenfin (finance verte).

Pour résoudre le problème de la destruction de la couche d'ozone, on n'a pas donné aux consommateurs la possibilité d'acheter un modèle de réfrigérateur (plus cher...) n'utilisant pas un réfrigérant destructeur de l'ozone. Des négociations ont été conduites (et ralenties par les lobbys...) pour aboutir à un accord multilatéral international, le Protocole de Montréal signé en 1987, qui a établi des normes visant à éliminer progressivement l'utilisation de CFC destructeurs d'ozone dans le monde. Pour réduire la mortalité routière, d'un facteur 50 compte tenu de l'augmentation du trafic, on n'a pas compté sur la bonne volonté des entreprises et des citoyens, une politique a été menée sur plusieurs plans indissociables, la qualité de l'infrastructure routière, la sécurité du véhicule (passive et active) et le comportement des usagers (éducation, prévention, et la répression).

De plus, lorsque l'infrastructure a des caractéristiques de réseau (comme pour les transports), les investissements pertinents doivent être coordonnés. Il s'ensuit qu'une grande partie de ces dépenses doivent être effectuées ou à tout le moins pilotées par l'État, sans que cela induise la mutualisation des coûts et la privatisation des profits qui est la nouvelle pratique des dirigeants post-libéraux.

Le réchauffement climatique est le plus grand défi auquel l'humanité a été confrontée, et le logiciel libéral du laisser-faire se présente clairement comme un handicap quand il s'agit aujourd'hui de protéger un bien public mondial comme l'habitabilité de notre biosphère.

Nombreux qui travaillent pour préserver le climat sont partisans de réformer les marchés pour les "assagir" mais se trompent sur l'essence du marché – la liberté de spéculer. Nous constatons chaque jour les ressources déployées pour arbitrer le système. Comme le trading à haute fréquence qui a su gagner quelques millisecondes en se rapprochant de plateformes de cotation de quelques centaines de mètres (compte tenu de la vitesse du signal dans le câble). Le volontariat ne fonctionne tout simplement pas. La fixation sur l'exigence de transparence est aussi un leurre. Pour transformer le secteur automobile, on n'a pas seulement demandé aux constructeurs de l'information – combien de grammes de CO2 leurs véhicules émettent au kilomètre. Non, on a forcé cette mesure à l'échappement des véhicules tout en abaissant graduellement les seuils acceptables. Et le degré de liberté qu'on a laissé aux constructeurs/consommateurs, au marché !, a conduit à une augmentation massive de la vente des SUV en France (les modèles à forte rentabilité). Déclaration de M. Senard, inspirateur de la Loi Pacte : *"Je considère que la taxe sur le poids est complètement inutile. La demande se porte sur des véhicules plus gros. Or, le client est roi. Je ne vois pas pourquoi on devrait le culpabiliser ainsi. En France, la voiture est déjà taxée 20 % de plus qu'en Allemagne. On veut préserver les emplois dans la filière automobile ? Commençons par alléger la fiscalité sur la mobilité"*[19]. L'information est une condition nécessaire (si l'on base des réglementations dessus), mais certainement pas suffisante. Aujourd'hui l'information utile n'existe pas[20] et celle qui existe n'est pas contrôlée (elle est fournie par les entreprises elles-mêmes).

M. Macron n'a pas hésité à largement réduire les libertés individuelles, à juste titre, pour protéger le pays dans la pandémie. Pourquoi serait-ce un tel tabou pour nous protéger du réchauffement climatique ? Les Français ont finalement compris que toutes les mesures étaient liées à une seule contrainte physique, la saturation des 5000 lits de réanimation. Pourquoi M. Macron ne partage-t-il pas avec les Français et les autres pays des informations en termes physiques (comme le budget carbone) pour construire la tendance que doit suivre la France. Espérons que le candidat Macron de 2022 quittera le terrain de l'idéologie (des marchés) pour aller vers une forme concrète d'efficacité.

[19] [Jean-Dominique Senard : « La taxe sur le poids des véhicules est inutile »](#)

[20] [Greenhouse-gas emissions: corporate disclosure falls short of ESG reporting standards](#)