



Paris,
Novembre 2023

Pour une approche articulée de la politique économique et de la réglementation financière face au changement climatique

Auteurs : Michel **Cardona** | Romain **Hubert** | Anuschka **Hilke**

Avec la contribution du programme European Union LIFE



REMERCIEMENTS

Ce rapport s'inscrit dans le cadre du projet Finance ClimAct et a été réalisé avec la contribution du programme LIFFE de l'Union Européenne.

La rapport a bénéficié de la relecture d'**Ollivier Bodin** (Green Generation), **Mathieu Garnero** et **Stanislas Ray** (ADEME), **Alexander Lehmann** (Bruegel), **Patrick Lenain** (Council for Economic Policy), **Sebastian Mack** (Jacques Delors Center - Hertie School), **Laurence Scialom** (Université Paris X Nanterre), **Julie Van Eeckhout** et **Elodie Feller** (UNEP-FI).

Les auteurs de ce rapport tiennent à remercier l'ensemble des personnes ayant contribué à ce rapport pour leurs commentaires. Le contenu de ce rapport ne les engage cependant pas.

RÉSUMÉ EXÉCUTIF

La transition net-zéro, c'est-à-dire la transformation vers une économie neutre en carbone et résiliente, est un défi majeur et urgent pour réduire les effets du changement climatique. Cette transformation nécessite la transition et l'adaptation de toutes les activités et de tous les agents économiques. Elle relève d'abord de la sphère économique réelle et doit s'appuyer sur une feuille de route opérationnelle des actions à mener. Celle-ci doit être définie par une politique économique ambitieuse (budgétaire, fiscale, monétaire, réglementation des produits et des secteurs, etc.).

Quel rôle doit jouer la finance privée dans ce cadre ?

Elle doit être un catalyseur de la transition et de l'adaptation et ne pas constituer un frein à cette évolution. Quel que soit le chemin de transition adopté, l'ampleur des financements et la profondeur de la réorientation des flux financiers à opérer sera considérable.

En effet, financer la transition net-zéro nécessite non seulement de financer les activités déjà durables et les « solutions climat » mais également de financer la transformation et l'adaptation de tous les secteurs économiques et de cesser de financer les activités les plus émettrices de GES. C'est donc un rôle crucial qui demande la transformation de la grande majorité des activités des acteurs financiers privés aux côtés des financements publics.

Cependant, il est illusoire de penser que les acteurs financiers privés se mobiliseront sur une base volontaire à la hauteur des enjeux climatiques. Il est donc indispensable que les pouvoirs publics interviennent proactivement pour les mobiliser. La question est de savoir de quelle façon.

La politique actuelle pour mobiliser le secteur financier privé utilise une approche en silos :

- les instruments économiques (budgétaire, fiscaux, réglementaires) cherchent à agir en priorité sur les acteurs non financiers ;
- la réglementation financière (hors-prudentiel) vise à assurer le financement de la transition via les mécanismes de marché ;
- la politique prudentielle (banques et assurances) a pour objectif de prévenir le risque systémique.

La politique suivie par l'Union européenne illustre bien cette situation. Elle n'est pas suffisante.

1/ L'approche en silos est en décalage avec les liens étroits entre économie et secteur financier

Ces liens résultent principalement de deux mécanismes à l'œuvre aussi pour la transition net-zéro :

- la boucle de rétroaction entre la politique économique et la stabilité du secteur financier : une politique économique efficace - en assurant une transition ordonnée et l'adaptation des agents économiques - peut préserver la stabilité du secteur financier et éviter ainsi des répercussions négatives sur les finances publiques (qui n'auront pas à supporter le coût de crises financières) ;

- un financement suffisant est indispensable pour le bon fonctionnement de l'économie en général et en particulier pour une transition net-zéro réussie : or ce financement peut être menacé par l'instabilité du secteur financier (en cas de crise endogènes) ou par des règles financières mal calibrées.

Ces liens entre économie et secteur financier rendent indispensables d'articuler étroitement politique économique et réglementation financière.

2/ L'approche en silos nuit à l'efficacité de la politique économique et de la réglementation financière pour mobiliser les acteurs financiers face aux enjeux climatiques

Trois postulats expliquent la prévalence de cette approche :

- la préférence des économistes pour l'utilisation du signal-prix pour inciter les agents économiques (entreprises, ménages et acteurs financiers) à se transformer pour réduire leurs émissions de GES ;
- la confiance des décideurs dans l'efficacité des marchés financiers pour financer la transition ;
- la forte réticence des superviseurs (notamment bancaires) à utiliser les outils prudentiels à d'autres objectifs que le maintien de la stabilité financière, en particulier à des fins promotionnelles (c'est-à-dire pour réorienter les flux financiers).

L'approche en silos doit être dépassée car elle nuit à l'efficacité de l'action publique :

- la politique économique fondée sur le signal-prix se heurte à des obstacles importants qui réduisent son efficacité. Des facteurs politiques et sociaux ont freiné la mise en place d'un signal-prix carbone à un niveau suffisant et l'efficacité même du signal-prix est moindre qu'espéré par les économistes ;
- la transparence renforcée des marchés financiers est insuffisante pour mobiliser le secteur financier pour financer la transition. Elle est lente et complexe à mettre en place. Et fondamentalement, elle se heurte à des obstacles intrinsèques ; il apparaît en effet illusoire de penser que les initiatives volontaires seront suffisantes pour réorienter massivement les financements privés compte tenu de la prévalence du couple rendement/risque dans les décisions ;
- la démarche prudentielle poursuivie se heurte à l'incertitude radicale des risques climatiques (inhérente aux phénomènes climatiques et à la transition elle-même). Cette incertitude radicale empêche une intégration quantitative du risque climatique dans les exigences prudentielles des banques (pilier 1). L'approche retenue - privilégier le pilier 2 notamment via les stress tests climatiques - se heurte également à cet obstacle et ne sera pas suffisante face au risque systémique. Il est nécessaire d'adopter une approche préventive de précaution visant à prévenir l'apparition des risques climatiques plutôt qu'à se prémunir contre leurs effets.

3/ Une approche articulée de la politique économique et de la réglementation financière est indispensable pour financer la transition et prévenir le risque systémique climatique

Une politique économique appropriée est un préalable indispensable auquel la réglementation financière ne peut se substituer. Mais, si une telle politique économique existe et est suffisamment opérationnelle, une articulation étroite entre la politique économique et la réglementation financière (y compris prudentielle) peut renforcer l'efficacité de l'action publique.

La réglementation financière peut renforcer l'efficacité de la transmission de la politique économique aux acteurs financiers

En effet, elle peut :

- être rapidement mobilisée ;
- compléter un signal-prix qui serait insuffisant avec des instruments micro ou macroprudentiels (par exemple, les exigences de capital) ;
- utiliser d'autres canaux de transmission quand le signal-prix n'est pas suffisamment opérant (par exemple des plans de transition bancaires obligatoires ou des limites d'exposition) ;
- contribuer à surmonter les « problèmes hérités » des banques ('legacy problem') dû à la présence d'actifs potentiellement échoués (via des exigences de capital ou de provisionnement).

Une approche intégrée permettrait aussi de mieux remplir l'objectif de stabilité financière des superviseurs prudentiels que la démarche prudentielle actuelle

En effet, les instruments prudentiels utilisés dans l'approche intégrée pour renforcer l'efficacité de la politique économique vis-à-vis des acteurs financiers permettent aussi de remplir l'objectif de stabilité financière.

- L'approche intégrée consiste à mettre en place une approche préventive visant à faciliter le financement de la transition en favorisant une réallocation des flux financiers. De cette façon, elle prend en compte le caractère largement endogène du risque climatique (les institutions financières contribuent au changement climatique par les financements accordés aux activités émissives). Ainsi, en facilitant le financement de la transition et de l'adaptation, cette approche réduirait les risques climatiques et leurs impacts sur les acteurs financiers ; elle contribuerait de façon décisive à prévenir le risque systémique lié au changement climatique.
- L'approche préventive de précaution préconisée précédemment doit s'affranchir de la mesure exacte des risques en fixant des règles prudentielles « conventionnelles » qui dépendent de l'impact recherché sur la réallocation des flux financiers (et pas d'une évaluation précise des risques climatiques).

Dans le cadre de cette approche articulée, les politiques économique et financière doivent être coordonnées et cohérentes : adoption d'objectifs et de références communs, articulation dynamique des instruments dans le temps et utilisation d'instruments complémentaires pour atteindre les objectifs.

4/ La mise en œuvre de cette approche intégrée devra respecter certaines contraintes

- Éviter les conflits d'objectifs entre financement de la transition et préservation de la solvabilité des acteurs financiers, notamment en spécialisant les instruments utilisés (par exemple, ne pas utiliser la réduction des exigences de fonds propres pour favoriser le financement de certaines activités).
- Surmonter les conflits d'horizon entre la prévention des risques à moyen-long terme (par la réallocation des financements) et l'apparition de risques à court terme qui pourrait en résulter. Dans ce contexte, il est indispensable de continuer de renforcer la supervision individuelle des acteurs financiers face aux risques climatiques.
- Prendre en compte les conflits de niveau d'intervention (institution financière vs. Secteur financier) en combinant instruments micro et macroprudentiels et en renforçant les capacités de résistance de chaque acteur.
- Régler les éventuels conflits de mandat des superviseurs financiers pour leur faciliter cette approche articulée. La question du mandat des superviseurs devra être examinée avec attention pour en évaluer les avantages réels face aux difficultés d'un tel changement. Mais il n'est pas évident que le changement de mandat soit indispensable pour mettre en œuvre la politique proposée.

APPORTS DE L'APPROCHE ARTICULÉE	ILLUSTRATIONS
1/ Renforcer l'efficacité de la transmission de la politique économiques aux acteurs financiers	
<ul style="list-style-type: none"> • Instruments rapidement mobilisables 	« Politiquement » moins coûteuse à mettre en œuvre
<ul style="list-style-type: none"> • Renforcer un signal-prix insuffisant 	<ul style="list-style-type: none"> • Exigences de fonds propres très élevées sur les activités les plus nocives pour la transition (e.g. charbon ou nouvelles capacités de production d'énergie fossile) • Exigences de fonds propres renforcées sur les autres financements d'énergies fossiles • Coussins de capital systémiques pour les activités les plus émissives dont les banques doivent se retirer progressivement
<ul style="list-style-type: none"> • Utiliser d'autres canaux de transmission pour agir sur les critères de décision des acteurs financiers 	<ul style="list-style-type: none"> • Plans de transition obligatoires pour les banques sous le contrôle des superviseurs • Politique de rémunération prenant en compte les objectifs de transition (pour l'ensemble des acteurs financiers) • Limites d'exposition sectorielle imposées aux banques pour les activités les plus émissives • Ratios de levier sectoriels pénalisant le financement des secteurs très carbonés
<ul style="list-style-type: none"> • Surmonter le « legacy problem » des banques 	<ul style="list-style-type: none"> • Prise en compte des actifs échoués potentiels dans les plans de transition obligatoires pour les banques • Prise en compte dans les exigences de fonds propres ciblées • Politique de « provisionnement dynamique » pour anticiper l'apparition des « actifs échoués »
2/ Renforcer l'efficacité de la politique prudentielle	
<ul style="list-style-type: none"> • Mettre en place une politique préventive pour prendre en compte le caractère endogène des risques climatiques 	Utilisation des instruments décrits ci-dessus pour : <ul style="list-style-type: none"> • Réallouer les flux financiers pour favoriser la transition pour réduire les risques physiques et de transition • Réallouer les flux financiers pour accélérer l'adaptation et réduire l'impact financier des risques physiques
<ul style="list-style-type: none"> • Utiliser une approche de précaution 	<ul style="list-style-type: none"> • Utilisation de règles conventionnelles (c'est-à-dire non basées sur le niveau des risques mais sur l'impact recherché sur la réallocation des flux financiers) pour calibrer les instruments décrits ci-dessus

INTRODUCTION

La transition net-zéro, c'est-à-dire la transformation vers une économie neutre en carbone et résiliente, est un défi majeur et urgent pour nos sociétés si nous souhaitons réduire les effets du changement climatique (GIEC-2018). Cette transformation nécessite la transition et l'adaptation de toutes les activités et de tous les agents économiques. Elle relève d'abord de la sphère économique réelle et non financière et elle doit s'appuyer sur une feuille de route opérationnelle identifiant les actions à mener¹. Ce défi doit être relevé grâce à des politiques économiques ambitieuses (budgétaire, fiscale, signal-prix, monétaire, réglementation des produits et des secteurs, etc.) qui doivent s'appuyer sur une forte volonté politique et sur une acceptabilité sociale des changements de mode de vie qui seront indispensables.

Quel rôle doit jouer la finance dans le cadre de ces politiques pour relever avec succès le défi climatique ? La finance – publique et privée – ne peut se substituer aux politiques économiques. Elle doit accompagner la transition et l'adaptation et ne pas constituer un frein à cette évolution ; elle doit en être un catalyseur. Pour reprendre les termes de l'accord de Paris, les flux financiers doivent être « compatibles » avec la transformation vers une économie neutre en carbone et résiliente. Ce rôle est donc important et il ne se limite pas au financement des « activités vertes » à développer ; il nécessite au contraire de mobiliser – d'une façon ou d'une autre – l'ensemble de la finance privée (cf. l'encadré ci-dessous). La présente note n'abordera pas le rôle de la finance publique qui est également important.

LE RÔLE DE LA FINANCE PRIVÉE EST IMPORTANT (I4CE 2022B)

Pour «financer» la transition, les acteurs financiers doivent jouer trois rôles différents :

- financer, pour permettre ou faciliter, des activités d'ores et déjà durables (les énergies renouvelables par exemple) ou « facilitantes » ou encore le développement de « solution climat » (comme les infrastructures pour la mobilité électrique ou l'hydrogène à faible teneur en carbone par exemple) ;
- financer, pour permettre ou faciliter, la décarbonation d'entreprises opérant dans les secteurs économiques les plus émetteurs (agriculture, ciment, acier, voitures, etc.), la rénovation énergétique des bâtiments (logements, tertiaires, etc.) mais aussi l'ensemble des autres secteurs économiques qui seront indirectement affectés par la transition (tourisme, santé, etc.) ;
- cesser de financer les activités fortement émettrices qui ne pourront être décarbonées (charbon, gaz, pétrole, moteurs thermiques, industrie plastique, etc.) et gérer la sortie progressive de ces activités (notamment en identifiant et en finançant l'arrêt des actifs échoués).

Financer la transition, ce n'est donc pas seulement financer des « solutions climat » ; c'est la quasi-totalité des financements privés qui doivent-être redirigés ou adaptés.

Le rôle de la finance privée prend des aspects différents selon le type de finance :

- la finance « primaire » a l'impact direct le plus important sur la transition car elle apporte des capitaux supplémentaires pour rendre possibles des projets nouveaux (projets verts ou projet de décarbonation) ou au contraire cesse de le faire (arrêt du financement de nouveaux projets d'extension d'énergie fossile par exemple). Elle répond au critère d'additionnalité, nécessaire pour qu'un acteur financier ait un « impact » sur la transition : c'est-à-dire qu'il finance un projet qui autrement n'aurait pas été financé et donc modifie in fine le montant des émissions de GES dans l'économie réelle.
- la finance « secondaire » n'a pas d'impact direct sur la transition au sens de l'additionnalité car elle « refinance » seulement des actifs financiers déjà existants. Sa contribution est plus limitée mais reste néanmoins importante :
 - faire pression sur les entreprises qui exercent des activités qui doivent être abandonnées ou fortement réduites, principalement grâce à la politique d'engagement auprès des entreprises non financières (via un dialogue ou des votes lors des assemblées générales). Ces politiques d'engagement peuvent avoir un impact sur le comportement des entreprises non financières ;
 - accompagner indirectement la décarbonation d'entreprises et/ou le développement d'activités soutenables. En effet, la détention de titres assure à une entreprise cotée (via un cours boursier dynamique et attractif) d'avoir un accès facilité à des conditions de financement avantageuses sur les marchés de capitaux et ainsi continuer de financer la transformation déjà engagée de son modèle d'affaires.

Ces flux financiers doivent financer la politique d'atténuation mais aussi d'adaptation.

¹ Force est de constater qu'aujourd'hui il existe une incertitude forte quant à la planification concrète de la transition : absence de scénario de transition faisant consensus mondialement avec des points de tension relatifs au modèle économique sous-jacent de croissance/post-croissance, à la confiance que l'on peut accorder aux technologies de captation du carbone ou encore à l'utilisation de l'énergie nucléaire. Ainsi, sont aujourd'hui adoptées au niveau européen des approches top down fixant des objectifs sans feuille de route opérationnelle associée dans chacun des 27 pays (par exemple le Paquet européen « Fit for 55 »).

La mobilisation des acteurs financiers privés nécessite d'abord qu'ils disposent d'une vision des financements nécessaires pour réaliser la transition et l'adaptation. Cette vision doit résulter d'un cadre partagé de planification permettant d'identifier précisément quels sont les leviers d'action et donc les activités, les projets et les entreprises à financer (cf. supra)².

Mais même avec un tel cadre, il est illusoire de penser que les acteurs financiers pourront se mobiliser sur une base volontaire à la hauteur des enjeux climatiques. Il est donc indispensable que les pouvoirs publics interviennent proactivement pour mobiliser les institutions financières privées (I4CE - 2022 b).

Les travaux académiques ont abondamment développé les politiques économiques qui sont nécessaires pour favoriser la transition. Ils fournissent un menu d'instruments de politiques économiques parmi lesquels figurent notamment la politique budgétaire et fiscale, la réglementation économique³, la réglementation financière et la politique monétaire. Ces travaux considèrent en général que la politique budgétaire et fiscale (notamment le prix du carbone) ne suffira pas face au changement climatique (par exemple N. Stern et J. Stiglitz - 2022) et qu'elle doit donc être complétée par l'utilisation d'autres instruments, notamment financiers et monétaires pour mobiliser les investissements privés nécessaires à la transition. Ces travaux soulignent l'importance d'une approche coordonnée entre ces différents instruments sans préciser toutefois le « policy mix » permettant la meilleure combinaison de ces différents instruments (S. Kogstrup and W. Oman - 2019).

Pour autant, dans la pratique, la conception de ces politiques continue d'être faite largement de façon « disjointe » - en silos - avec des objectifs distincts alors qu'elles doivent engager une transition profonde et transversale de l'économie. Elles consistent en effet à juxtaposer différents instruments :

- ceux relevant de la politique économique (par exemple prix du carbone ou normes environnementales) sont principalement destinés à agir sur les acteurs non financiers pour les engager dans la transition et faire apparaître leurs besoins de financements ;
- la réglementation financière (par exemple taxonomie ou obligation de reporting) cherche à assurer le financement adéquat de la transition via les mécanismes des marchés financiers ;
- et la politique prudentielle est responsable d'assurer la sécurité du système financier⁴.

La politique actuelle de l'Union européenne pour mobiliser le secteur financier privé face aux enjeux climatiques illustre bien cette situation⁵. Le financement d'une économie soutenable a ainsi été abordé via des plans spécifiques au secteur financier : d'abord en 2018, le Plan d'action pour financer une croissance soutenable (European Commission - 2018) puis en 2021, dans le cadre de l'Accord Européen Vert, la nouvelle Stratégie pour financer la transition vers une économie soutenable (European Commission - 2021).

Ces politiques ne sont pas suffisantes face aux enjeux du changement climatique. La question discutée dans cette note est de savoir de quelle façon les acteurs financiers privés peuvent être mobilisés de la façon la plus efficace. La présente note vise à expliquer les limites de l'approche en silos actuelle, à identifier les obstacles qui s'opposent à une approche articulée des politiques et à proposer des pistes pour les surmonter.

La note aborde successivement les liens entre économie et secteur financier (**section 1**), les conséquences de l'approche en silos sur l'efficacité de la politique économique et de la réglementation financière (**section 2**), les raisons pour lesquelles une approche articulée est indispensable pour financer la transition et préserver la stabilité financière (**section 3**) et les contraintes de mise en œuvre d'une approche articulée (**section 4**).

² Ces éléments relèvent de la politique économique et ne seront pas abordés dans la présente note.

³ En particulier les normes environnementales (constructions de bâtiments neufs, émissions des voitures neuves, etc.)

⁴ La politique prudentielle recouvre les instruments microprudentiels visant à assurer la sécurité des institutions individuellement et les instruments macroprudentiels qui cherchent à préserver le secteur financier du risque systémique

⁵ Compte tenu de l'indépendance des banques centrales en matière de politique monétaire, celle-ci occupe une place à part dans la politique des pouvoirs publics. Elle n'est pas abordée dans le cadre de cette note. Mais les banques centrales se sont progressivement emparées du sujet climatique.

1. L'APPROCHE EN SILO EST EN DÉCALAGE AVEC LES LIENS ÉTROITS ENTRE ÉCONOMIE ET SECTEUR FINANCIER

Si les travaux académiques n'hésitent pas à considérer de façon globale les politiques économiques, financières et monétaires nécessaires pour combattre le réchauffement climatique, la conception de ces différentes politiques se fait en pratique aujourd'hui de façon largement séparée par les décideurs politiques. Cette division est si fortement

ancrée dans les esprits que l'on tend à oublier les liens forts qui existent entre économie et secteur financier, et donc nécessairement entre politique économique et réglementation financière. Ces liens existent néanmoins et passent principalement par l'intermédiaire de deux mécanismes.

1.1. Existence d'un lien via la stabilité du secteur financier

D'une façon générale, il y a un lien fort entre la politique économique menée et la situation du secteur financier. Ainsi, par exemple, l'augmentation du chômage réduit les revenus des ménages et augmente le taux de leur défaut sur les prêts bancaires ; de même, une crise immobilière caractérisée par la baisse des constructions neuves et des prix immobiliers détériore la situation des entreprises du secteur immobilier et leur capacité à rembourser les banques. Cette augmentation des défauts sur les prêts bancaires impacte la rentabilité des banques et peut affecter la solvabilité de certaines d'entre elles ou mettre en jeu la stabilité de l'ensemble du secteur financier.

Ce lien est important lorsqu'il s'agit de lutter contre le changement climatique : la politique économique, notamment la politique budgétaire et fiscale et la réglementation économique, doit être utilisée pour, d'une part, faciliter une transition précoce et ordonnée vers une économie neutre en carbone (politique d'atténuation) et, d'autre part, augmenter la capacité de résilience des agents économiques aux conséquences du changement climatique (politique d'adaptation). Ces politiques, lorsqu'elles sont mises en œuvre de façon précoce, réduisent les risques climatiques (en facilitant la transition) et leur impacts financiers (en accélérant l'adaptation) ce qui in fine préserve la stabilité du secteur financier (puisque les acteurs financiers seront exposés à des risques moins élevés et qui seront mieux anticipés).

De son côté, la réglementation prudentielle vise à renforcer directement la résilience des institutions financières aux conséquences du changement climatique. Elle le fait en aménageant les règles prudentielles et en incitant les institutions financières à améliorer la gestion de leurs risques

climatiques. La meilleure gestion des risques climatiques et le renforcement de la capacité de résistance des banques à de tels chocs visent à prévenir une crise systémique.

La stabilité ainsi préservée du secteur financier évite aux pouvoirs publics de venir secourir le secteur financier (en particulier les banques) pour préserver la confiance dans les acteurs financiers. Elle évite donc in fine un choc sur les équilibres budgétaires. A contrario, on a vu le coût considérable pour les finances publiques de la crise financière de 2007-2008^{6,7} ou plus récemment des crises provoquées par la remontée des taux d'intérêt sur des banques régionales américaines⁸.

On voit donc qu'il y a une boucle d'interaction entre politique économique et réglementation financière (O. - 2023).

6 Par exemple, D. Lucas – Sloan School of Management, MIT - estime le coût des sauvetages d'acteurs financiers (« bailouts ») américains à environ 500 milliards de dollars soit 3,5% du PIB des Etats-Unis en 2009 (D. Lucas - 2019).

7 Le coût global de la crise financière de 2007-2008 est plus important que le seul coût des sauvetages des acteurs financiers défaillants ; il doit prendre en compte l'ensemble des dépenses supplémentaires (y compris les dépenses de relance économique) et les pertes de recettes résultant de la crise. A titre d'illustration, G. Mukunda évalue ce coût global à plus de 2.000 milliards de dollars (G. Mukunda - 2018).

8 Il est encore trop tôt pour estimer le coût du sauvetage des 4 banques régionales américaines intervenus au printemps 2023. Le Washington Post estimait le 1er mai 2023 que le FDIC avait utilisé jusqu'alors environ 35 milliards de dollars pour reprendre lui-même ou faire reprendre par JP Morgan les banques défaillantes. A ce stade, le coût devrait être supporté par l'ensemble des institutions financières garanties par le FDIC.

1.2. Existence d'un lien via le financement de l'économie

Si, comme on vient de le voir, la situation de l'économie rejaillit sur la situation du secteur financier, l'inverse est également vrai. Les décideurs publics se préoccupent de cette relation en raison du rôle essentiel joué par le secteur financier – particulièrement par les banques en Europe – dans le financement de l'économie. Or ce financement indispensable de l'économie peut être menacé par une instabilité du secteur financier – résultant de la survenance de risques endogènes ou exogènes – mais aussi par des règles prudentielles qui viendraient modifier les décisions de financement des acteurs financiers.

Quelques exemples permettent d'illustrer cette relation :

- La crise du secteur financier en 2007-2008 – qui était endogène à la sphère financière – s'est néanmoins rapidement et fortement répercutée sur l'économie qui s'est trouvée menacée d'un manque de financement pour son fonctionnement. C'est la raison pour laquelle, les pouvoirs publics sont intervenus massivement pour sauvegarder la stabilité du secteur financier (Banque de France-2010).
- La phase de renforcement de la réglementation prudentielle bancaire qui a suivi cette très grave crise financière (paquet de réformes dites « Bâle 3 ») a été accusée de menacer le financement de l'économie par des exigences prudentielles trop fortes (en matière de fonds propres et de liquidité notamment). Les superviseurs se sont alors efforcés de montrer que l'impact était réduit (BIS-2019). Les travaux empiriques réalisés ont permis de montrer que l'impact du renforcement de la réglementation prudentielle sur la croissance des crédits existait bien mais était relativement limité dans son ampleur et surtout dans sa durée (phase de transition avant de retrouver un nouvel équilibre) (I4CE-2021 a).
- Lors du renforcement des exigences prudentielles pour les banques (transposition de Bâle 3), l'Union Européenne a estimé nécessaire de prendre des mesures prudentielles pour faciliter le financement de certains secteurs économiques en particulier : le facteur de soutien aux PME et le facteur de soutien aux infrastructures⁹. Si l'impact des mesures sur le financement des PME est débattu (EBA-2016), son objectif était clair : éviter que des mesures prudentielles trop contraignantes limitent le financement apporté par les banques aux PME européennes (ou aux projets d'infrastructures pour l'autre dispositif) (I4CE-2020 a).
- Le déclenchement de la pandémie de la Covid a également donné un nouvel exemple de ce lien : face au ralentissement brutal de l'économie résultant des mesures de confinement prises dans de nombreux pays, les pouvoirs publics ont décidé de prendre des mesures économiques de soutien aux secteurs concernés. Parmi ces mesures figurait l'allègement de mesures prudentielles pour soutenir le financement de l'économie et donc lutter contre le ralentissement économique (BIS-2020).

Il existe donc bien un lien étroit entre situation économique et secteur financier. Ce lien rend indispensable une plus grande articulation entre politique économique et réglementation financière, en particulier le besoin de « réglage » de la réglementation prudentielle pour ne pas entraver le financement de l'économie. Malgré ces liens, la politique économique est en général traitée de façon disjointe de la réglementation financière. Cette approche en silos – marquée par une absence d'utilisation des synergies et des complémentarités –, est particulièrement dommageable s'agissant de la lutte contre le changement climatique. Celui-ci présente en effet des caractéristiques uniques : il est inévitable compte tenu des émissions déjà réalisées et de l'inertie des phénomènes climatiques même si une incertitude demeure sur son ampleur et ses caractéristiques ; il est également irréversible et s'inscrit dans le temps long. Enfin, il nécessite une transformation profonde des activités économiques et des comportements sociétaux. Mais, à l'inverse des pandémies, il peut être réduit par une politique d'atténuation et ses effets peuvent être limités grâce à une politique d'adaptation.

9 SME Supporting factor et Infrastructure Supporting factor.

2. L'APPROCHE EN SILOS NUIT À L'EFFICACITÉ DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE ET DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE FACE AUX ENJEUX CLIMATIQUES

Malgré les liens forts existant entre économie et secteur financier, des postulats empêchent de prendre en compte ces liens ; ils poussent au contraire à concevoir la politique

économique et la réglementation financière de façon indépendante et avec des objectifs séparés.

Les postulats conduisant à une approche en silos des politiques économiques

Priorité donnée au signal-prix pour favoriser la transition des acteurs non-financiers et financiers	Efficienc e des marchés financiers pour financer la transition	Approche par les risques « étroite » des superviseurs pour préserver la stabilité financière
--	--	--

On notera que les deux premiers postulats soutiennent aussi l'approche privilégiant la « neutralité » de la politique monétaire en matière de changement climatique.

Cette approche « en silos » se traduit par une moindre efficacité à la fois des politiques économiques et de la réglementation

financière pour mobiliser les acteurs financiers face aux enjeux climatiques.

2.1. Trois types de postulat expliquent la prévalence de l'approche en silos

Cette « division du travail » institutionnelle est largement héritée des années 1980, y compris pour la politique monétaire qui s'est différenciée de la « politique du crédit ». Les gouvernements des économies de marché développées ont très largement abandonné à cette époque la possibilité d'intervenir directement dans les décisions particulières d'investissements privés.

En premier lieu, cette situation reflète la **vision prédominante des économistes**. En effet, la grande majorité d'entre eux préconisent en priorité l'utilisation du signal prix pour favoriser la transition net-zéro. Ce signal doit aligner les incitations des agents économiques (entreprises non financières, ménages, collectivités locales et institutions financières) et surmonter la principale défaillance du marché en matière de changement climatique : l'impact des émissions carbone n'est pas internalisé par les marchés, notamment financiers, ce qui empêche les agents économiques de prendre des décisions rationnelles (Stern-2008). De ce point de vue, les politiques économiques doivent donc en priorité viser à réduire cette défaillance afin de réduire les émissions de GES. L'instrument à privilégier est l'instauration d'un

prix carbone sous une forme ou une autre. Implicitement, il est considéré que les économistes sont capables de définir le « bon » prix du carbone et le sentier de hausse de celui-ci et donc capables de mesurer les coûts actualisés du réchauffement climatique (malgré les points de bascule difficile à prévoir) et de mener une analyse coût-avantage ; la question du taux d'actualisation utilisé est donc cruciale.

Dès lors qu'un prix carbone adéquat est instauré, il n'y aurait plus en théorie besoin – en termes de transition climatique¹⁰ – d'autres actions – plus directes – sur le comportement des institutions financières qui seraient mécaniquement conduites à prendre des décisions de financement favorable à la transition net-zéro. Instaurer un prix du carbone adéquat est ainsi considéré comme la meilleure option pour la politique économique. Cette vision théorique est prégnante dans la structuration des politiques économiques (notamment le rôle donné à la réglementation financière pour financer la transition) même si la réalité des politiques économiques menées dans l'Union européenne est plus complexe et fait aussi appel à d'autres instruments¹¹. C'est également le cas dans d'autres pays européens comme la Norvège¹² par exemple (P. Lenain - 2022).

10 C'est-à-dire en faisant abstraction d'autres aspects de la transition globale nécessaire incluant la biodiversité, la protection des océans, la lutte contre la pollution, la transition juste, etc.

11 La gouvernance européenne énergie/climat utilise en effet d'autres instruments que le pilotage par le prix. Les pouvoirs publics fournissent aussi un cadre réglementaire qui contribue à internaliser les effets externes des activités privées tout en laissant le secteur privé maître de ses investissements. Cette mixité de l'approche est renforcée avec le renouveau de la politique industrielle.

12 Le succès des voitures électriques en Norvège n'est pas seulement dû au signal prix (incitations fiscales et prix de l'électricité) mais aussi à une série de mesures réglementaires incitatives (droit d'utiliser les voies de bus ou gratuité des parkings, ferrys et péages routiers).

En second lieu, **les pouvoirs publics font confiance à l'efficacité des marchés financiers pour mobiliser les acteurs financiers privés** pour financer la transition. La situation dans l'Union Européenne – réputée être la plus avancée des économies développées en matière d'intégration du changement climatique dans la réglementation financière – est à cet égard exemplaire (EU Commission - 2018).

La réglementation financière européenne a été utilisée principalement pour mettre en place une « architecture de l'information climat » (selon la terminologie du FMI) pour améliorer la prise en compte du changement climatique dans le fonctionnement des marchés financiers (mise en place d'une taxonomie, d'obligations de divulgation d'informations par les entreprises financière et non financières, de standards et de labels sur les « produits verts », etc.). Le sous-jacent théorique de ces mesures est toujours de corriger la principale défaillance des marchés, c'est-à-dire la non prise en compte de l'externalité environnementale dans la fixation des prix des actifs financiers. La réglementation a également visé à intégrer les risques climatiques (via les risques ESG) dans le management des risques des banques et des assurances (et dans leurs obligations de divulgation – cf. pilier 3 de l'EBA) et dans la gestion des fonds¹³.

Dans ce cadre de nouvelles obligations de divulgation et de comportement, les pouvoirs publics ont jusqu'à maintenant compté sur les acteurs financiers pour modifier sur une base volontaire leurs activités en faveur de la transition net-zéro. Les espoirs mis dans le futur Marché Unique des Capitaux pour financer la transition est une autre illustration de cette confiance dans les marchés.

En troisième lieu, cette situation reflète **la forte réticence des superviseurs financiers des économies de marché**¹⁴ – notamment bancaires – **à utiliser la réglementation et la supervision prudentielles à d'autres objectifs que le maintien de la stabilité financière**¹⁵. En effet, les superviseurs bancaires ont jusqu'à maintenant pris en compte le changement climatique sur la base du risque systémique qui pourrait en résulter (M. Carney - 2015) et sur le risque de survenance de « cygnes verts » (Bolton *et al.* - 2020). Après 2015, ils ont ainsi commencé à prendre en compte les risques climatiques dans leur pratique de supervision, principalement microprudentielle (avec notamment la création du NGFS¹⁶ en décembre 2017). Ils ont en particulier fixé leurs « attentes » en matière de prise en compte des risques climatiques dans la gestion des risques par les établissements bancaires ; c'est par exemple le cas de la Banque Centrale Européenne (BCE - 2020). La BCE a ensuite procédé à l'évaluation de la mise en œuvre de ses recommandations et a même fixé des « add-ons » en capital à certaines banques particulièrement en retard dans cette mise en œuvre (BCE - 2022 a).

En complément, les superviseurs financiers ont cherché à évaluer l'exposition des banques et des assurances aux risques climatiques. Ils ont ainsi, en s'appuyant sur les travaux du NGFS en matière de scénarios de transition, commencé à intégrer les risques climatiques dans des exercices s'inspirant des « stress-tests » des superviseurs (cf. par exemple BCE - 2022 b). De son côté, le Comité de Bâle pour la supervision bancaire a travaillé à intégrer les risques climatiques dans la gestion des risques des banques et la supervision bancaire (BCBS - 2022 et BCBS - 2023).

Mais les superviseurs bancaires des pays développés à économie de marché ont refusé jusqu'à maintenant d'utiliser la supervision et la réglementation prudentielles au-delà de cette approche « étroite » du risque en avançant différents arguments :

- cela ne correspondrait pas à leur mandat qui est de maintenir la stabilité du secteur financier. La politique économique devrait prendre seule en charge les objectifs de politique économique, notamment pour favoriser la transition vers une économie neutre en carbone ;
- les outils prudentiels devraient être uniquement basés sur une mesure précise des risques financiers qu'ils sont destinés à prévenir ;
- l'utilisation de la réglementation prudentielle à d'autres fins que la prévention des risques pourrait être dangereux pour la stabilité du secteur financier ;
- en outre, pour certains superviseurs, si la prise en compte des risques climatiques par la réglementation prudentielle se traduit par une meilleure tarification de ces risques par les institutions financières, cela devrait aussi conduire à une meilleure allocation des flux financiers sur la base de la prise en compte du couple rendement / risques. Une politique promotionnelle ne serait donc pas nécessaire¹⁷ (I4CE - 2023b).

13 Ces obligations devraient prochainement être complétées par une obligation de vigilance en matière de droits humains et d'impacts environnementaux (mais hors changement climatique qui devrait faire l'objet de dispositions spécifiques et plus limitées).

14 Il s'agit en effet principalement des superviseurs des pays développés à économie de marché car la situation est différente dans les pays du Sud.

15 On notera que la position des superviseurs de marché est différente : responsables de la transparence des marchés et de la bonne information des investisseurs, leur démarche ne vise pas en priorité à assurer le maintien de la stabilité financière. En Europe, sur la base du principe de la double matérialité, ils recherchent une plus grande diffusion sur les marchés des informations relatives aux risques climatiques pesant sur les entreprises et aux impacts environnementaux de l'activité de ces entreprises.

16 NGFS: Network of central banks and supervisors for Greening the Financial Sector.

17 La présente note n'aborde pas cet aspect de la discussion sur l'efficacité de l'approche par les risques retenue par les superviseurs : dans quelle mesure et sous quelles conditions l'approche par les risques pourrait-elle favoriser le financement de la transition ? Cette problématique est examinée en détail dans une autre publication qui montre les limites de ce mécanisme (I4CE – 2023 b).

2.2. Cette approche en silos nuit à l'efficacité de la politique économique et de la réglementation prudentielle face aux enjeux climatiques

Les postulats qui fondent l'approche en silos de la politique économique et de la réglementation financière se heurtent à la réalité du fonctionnement des marchés financiers et aux difficultés inhérentes à la prise en compte des enjeux du changement climatique.

2.2.1. Les politiques d'atténuation et d'adaptation ont pris du retard en raison des difficultés rencontrées

Des obstacles importants réduisent l'efficacité des politiques économiques basées sur le signal-prix :

- des facteurs sociaux et politiques ont freiné la mise en œuvre rapide du signal prix via l'instauration d'une tarification carbone à la hauteur de ce qui serait nécessaire (cf. par exemple le mouvement des « gilets jaunes » en France en 2018 ou les difficultés rencontrées en 2022 pour rendre plus efficace le système européen de prix carbone). La tarification carbone se heurte également à des difficultés techniques de mise en œuvre qui ralentit sa montée en puissance ;
- l'efficacité du prix carbone semble moindre qu'espéré par les économistes. Par exemple, des simulations réalisées par l'OCDE tendent ainsi à montrer que même des prix élevés du carbone ne suffiraient pas seuls à atteindre la neutralité carbone (D'Arcangelo F. *et al.* - 2022) ;
- les marchés financiers sont imparfaits (cf. S. Kogstrup and W. Oman - 2019) et il y a d'autres défaillances de marché qui éloignent les marchés financiers de l'hypothèse de l'efficacité des marchés (E. Campiglio and F. Lamperti - 2021). Ainsi, la transmission du signal-prix, même lorsqu'il existe bien, se heurte à des obstacles qui en amoindrissent fortement l'efficacité ;
- les effets de verrouillage technologique (« lock up ») – les investissements réalisés aujourd'hui engagent dans une technologie pour des dizaines d'année - sont un obstacle à la réduction des émissions et au respect du budget carbone. Ces effets (non-réversibilité des investissements) ne sont pas pris en compte par les marchés financiers ;
- enfin, il y a une inertie des comportements dans les institutions financières qui ont tendance à préférer financer les technologies carbonées qu'elles connaissent mieux (et qui sont rentables) plutôt que des technologies nouvelles moins rentables.

Il faut donc explorer des voies complémentaires pour pallier le délai de mise en œuvre de la tarification carbone (et donc son niveau qui risque de rester longtemps insuffisant) et l'insuffisance d'efficacité du signal prix lui-même ; d'autres instruments de politique économique doivent être utilisés (politique budgétaire ou fiscale, réglementation environnementale, etc.) pour compléter la politique du signal-prix. Et la question est donc de savoir si la réglementation financière pourrait jouer aussi un rôle complémentaire.

Cette absence d'approche complémentaire affaiblit également les politiques budgétaires poursuivies qui ne prennent pas pleinement en compte les dépenses qui seront nécessaires sur une longue période pour réaliser la transition. Elle se traduit également par une absence de cohérence entre les scénarios de transition sur lesquels les régulateurs financiers se basent (qui font systématiquement référence à un objectif de réchauffement limité à 1,5°C) et ceux qui correspondent de facto aux politiques budgétaires et fiscales mises en place par les gouvernements européens et qui ne son t pas encore alignés sur une telle trajectoire.

2.2.2. Les décideurs publics doivent constater les limites des réglementations financières mises en œuvre et de l'approche retenue.

En effet, on constate que l'écart de financement entre les besoins d'investissement en matière d'atténuation et d'adaptation et les montants investis se maintient toujours à un niveau très élevé ; ainsi, en Europe, la Banque Européenne d'investissement évalue à 360 milliards d'euros l'écart de financement (EIB - 2023). Mais la transition ne requiert pas seulement d'investir dans les « activités vertes » ; elle nécessite aussi de drastiquement réduire, et parfois de cesser, les activités les plus émissives en GES et qui ne pourront pas être décarbonées. Les flux financiers doivent donc évoluer dans ce sens. Or le financement des énergies fossiles – notamment par les banques – perdure y compris pour les nouveaux projets ; l'Agence Internationale de l'Énergie estime que 118 milliards de dollars ont ainsi été investis en 2022 (extraction et production d'énergie), montants qui ont augmenté de 5 % par an depuis 5 ans (IEA - 2023). Cette évolution intervient alors que l'AIE a estimé indispensable de cesser sans plus attendre les nouveaux projets de production d'énergie fossile (IEA - 2021).

De fait, l'approche retenue par les pouvoirs publics se heurtent à des obstacles importants :

- La mise en œuvre des règles de transparence relatives au climat est longue et complexe. Commencée en France dès 2015 (art. 173 de la Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte - LTECV) et poursuivie en Europe à partir de 2018 (EU Action Plan on Sustainable Finance), elle se heurte à de nombreuses difficultés techniques (sur les métriques pertinentes et les méthodologies les plus fiables) qui se traduisent par de longs délais d'élaboration et de mise en œuvre¹⁸.
- Cette transparence accrue sur les risques climatiques et les impacts des activités des entreprises s'est traduite par une inflation des informations produites ; mais force est de constater qu'elle tarde à produire des effets tangibles et significatifs sur le comportement des acteurs financiers. Les réglementations visant à améliorer l'information sur les marchés – pour utiles qu'elles soient – seront lentes à produire des effets significatifs (ACPR-AMF - 2022).

18 Cf. les délais de mise en œuvre de la Sustainable Finance Disclosure Régulation ou de la Corporate Sustainability Reporting Directive.

- Plus fondamentalement, cette approche des pouvoirs publics se heurte à des obstacles intrinsèques. En effet, elle repose sur l'idée que les acteurs financiers réorienteront eux-mêmes les flux financiers en faveur de la transition grâce à cette transparence accrue de l'information. De fait, les initiatives privées volontaires se sont multipliées, notamment sur le plan international, et regroupent un nombre élevé d'acteurs qui s'engagent à mettre en œuvre une transition net-zéro. Mais il apparaît illusoire de penser que ces initiatives volontaires seront suffisantes pour réorienter massivement les financements privés en faveur de la transition compte tenu de la prévalence du couple rendement/risque dans les décisions des institutions financières (I4CE - 2022 b).

2.2.3. La démarche prudentielle actuelle se heurte à de très sérieux obstacles

L'approche « étroite » des risques démarche suivie jusqu'à maintenant par les régulateurs et superviseurs bancaires a consisté pour l'essentiel à intégrer les risques climatiques dans la pratique de supervision sans changer les ratios prudentiels (notamment de capital ou de liquidité). Les superviseurs considèrent que c'est la seule approche possible actuellement pour conduire les banques à mieux gérer les risques climatiques, faute de pouvoir encore mesurer précisément le niveau des risques climatiques. Mais cette démarche des superviseurs bancaires cherchant à mesurer précisément les risques climatiques se heurte à des difficultés fondamentales liées à la nature même du changement climatique : si celui-ci est certain, l'ampleur, la date et les formes de ses manifestations sont hautement incertaines.

En effet, les risques climatiques (transition et physiques) se caractérisent par une grande incertitude résultant à la fois de la complexité des chaînes de causalité climatiques (avec l'existence de points de bascule susceptibles d'accélérer les évolutions) et des incertitudes liées à la transition elle-même (politiques économiques mises en œuvre, ruptures technologiques, évolutions sociétales, etc.). Il en résulte que les risques climatiques sont caractérisés par une incertitude radicale qui les distinguent des risques au sens classique pour lesquels une probabilité d'occurrence peut être calculée (Chenet *et al.* - 2021) . Cette incertitude radicale empêche d'utiliser l'approche probabiliste classique des règles prudentielles qui estiment le risque de perte (et donc la charge en capital nécessaire pour le couvrir) sur la base des risques historiques (I4CE - 2019 ; Bolton *et al.* - 2020). L'intégration des risques climatiques dans les règles prudentielles (et notamment les exigences en capital du pilier 1¹⁹) se heurte donc à des difficultés fondamentales²⁰. La recherche de solutions techniques pour mesurer avec précision les risques climatiques prendra – au mieux – trop de temps par rapport à l'urgence du changement climatique et de la transition ou – au pire – ne pourra jamais déboucher faute de pouvoir surmonter cette incertitude radicale.

L'approche retenue privilégiant les mesures de pilier 2 se heurte également à des limites. Le renforcement des systèmes de gestion des risques des banques, pour indispensable qu'il soit, ne peut pas seul lutter contre le risque systémique. Et les « stress-tests climatiques » engagés par les superviseurs se heurtent à des difficultés. Outre l'absence de données historiques, ils se heurtent à l'insuffisante granularité des données (I4CE - 2023 a) ; ils ont également tendance à utiliser des hypothèses plus optimistes que les scénarios du GIEC (voir par exemple F. Baudoin - 2022). Au total, ils sous-estiment très vraisemblablement les risques selon les superviseurs eux-mêmes (FSB-NGFS - 2022) et sont loin de pouvoir servir de base à un renforcement généralisé des exigences prudentielles du secteur bancaire.

Cette approche prudentielle « étroite » des risques climatiques se trouve donc dans une impasse au regard de l'objectif de la stabilité financière. Dans cette situation, il y a nécessité de privilégier une approche basée sur le « principe de précaution » qui s'affranchisse de l'exigence de mesure précise des risques au profit d'une approche préventive et systémique du risque financier résultant du changement climatique (H. Chenet *et al.* - 2021 - G. Le Quang et L. Scialom - 2022).

Au total, l'absence de politique climatique cohérente et coordonnée mobilisant tous les leviers de politique économique et financière empêche de bénéficier des effets de complémentarité, qui rendent les actions publiques plus efficaces.

19 Les règles du pilier 1 de la réglementation prudentielle bancaire définissent les exigences en capital des banques sur la base d'une analyse du niveau de risques des différents types d'actifs bancaires.

20 En revanche, comme mentionné précédemment, les superviseurs ont plus de flexibilité pour ajuster les exigences prudentielles en fonction du risque climatique dans le cadre du pilier 2, notamment via une appréciation qualitative des procédures internes de gestion des risques climatiques.

3. UNE APPROCHE ARTICULÉE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES EST INDISPENSABLE POUR FINANCER LA TRANSITION ET PRÉVENIR LE RISQUE SYSTÉMIQUE

Une meilleure articulation des politiques économiques et de la réglementation financière ne peut régler seule toutes les difficultés à de mise en œuvre de la transition et de la mobilisation de son financement. Il est évident que le problème est plus complexe²¹ et appelle des solutions variées (c'est-à-dire un ensemble de politiques économiques et budgétaires cohérents²², crédibles et de long terme). La position défendue ici consiste à montrer que la réglementation financière est actuellement sous-utilisée et que lui donner un rôle plus proactif pourrait participer à l'amélioration de l'efficacité des politiques économiques.

Le rôle proactif de la réglementation financière devrait s'appuyer sur une approche plus intégrée de la politique économique et de la réglementation financière. La note préconise de coordonner et de rendre cohérents le choix, le calibrage et la mise en œuvre des différents outils à la disposition des pouvoirs publics pour améliorer l'efficacité de l'action publique. Concrètement, cela signifie que la réglementation financière doit être utilisée dans le cadre d'une stratégie claire définie par l'état pour améliorer l'efficacité de l'action publique en faveur du financement de la transition. Ce faisant, la réglementation financière pourrait renforcer l'action en faveur de la transition et contribuer plus efficacement à la maîtrise du risque systémique créé potentiellement par le changement climatique.

Les arguments développés par la littérature académique pour utiliser une large palette d'instruments de politique économique afin de lutter contre le réchauffement climatique sont basés sur la complexité de ce phénomène :

les défaillances de marché nombreuses – au-delà de la non prise en compte de l'externalité environnementale – ainsi que les interdépendances, les points de bascule et l'incertitude. En outre, des considérations politiques rendent l'usage de certains outils plus appropriés que d'autres. Dans ce contexte, les instruments de politique économique, les instruments de politique financière et la politique monétaire peuvent tous jouer un rôle (S. Kogstrup and W. Oman - 2019).

De nombreux analyses insistent sur l'importance de coordonner l'utilisation de ces différents instruments (Bolton *et al.* - 2020). Mais peu de travaux ont été conduits sur le « policy mix » le plus efficace à mettre en place et sur les instruments à privilégier dans cette combinaison pour en maximiser l'efficacité compte tenu du contexte (S. Kogstrup and W. Oman - 2019).

Nous nous focaliserons ici sur la coordination et l'articulation entre la politique économique générale (politique budgétaire et fiscale, réglementation environnementale et politique industrielle) et la réglementation financière dans le cadre d'une approche intégrée. Il est en effet indispensable de cesser de les considérer de façon indépendante. Au contraire, il est nécessaire d'analyser par quels mécanismes la réglementation financière peut renforcer l'efficacité de la politique économique vis-à-vis des acteurs financiers, et comment à cette fin politique économique et réglementation financière peuvent être coordonnées. Par ailleurs, il convient d'étudier les raisons pour lesquelles une telle approche intégrée serait plus efficace pour préserver la stabilité financière que l'approche prudentielle actuelle.

3.1. La réglementation financière peut renforcer l'efficacité de la transmission de la politique économique aux acteurs financiers

L'existence d'une politique économique appropriée pour lutter contre le changement climatique est un préalable indispensable auquel la réglementation financière ne peut en aucun cas se substituer. Mais une articulation étroite entre la politique économique et la réglementation financière (y compris prudentielle) peut renforcer l'efficacité de la politique économique.

Les règles financières – y compris prudentielles – d'une part, structurent le système financier (règles d'entrée des acteurs dans le secteur et définition des activités autorisées ou interdites) et, d'autre part, cherchent à affecter les comportements des institutions financières soit en imposant des règles (de divulgation d'informations, de politiques de rémunération, de diligence, etc.) soit en créant des

21 Particulièrement au niveau européen où il est nécessaire de le faire entre 27 pays.

22 Il pourrait être souligné les actions des pouvoirs publics sont parfois contradictoires et que différentes mesures se neutralisent entre elles. C'est le cas bien connu des subventions aux énergies fossiles, qui affaiblissent les mesures visant à décourager les émissions de carbone. Cela a été particulièrement marqué en 2022 et le premier semestre 2023 avec des subventions massives aux énergies carbonées suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie et ses effets sur le prix du pétrole et du gaz naturel. Moins connu, et pourtant important, sont les dépenses fiscales accordées aux secteurs soumis aux marchés du carbone européen : de nombreuses entreprises se font rembourser ou exonérer leurs dépenses consacrées à l'achat des droits d'émission, à la fois en France et en Allemagne. C'est le cas aussi du remboursement du malus écologique.

incitations pour changer ces comportements (mise en œuvre de labels et de standards, normes prudentielles de capital ou de liquidité, etc.). Ces règles présentent des caractéristiques qui peuvent être utilisées pour renforcer l'efficacité des instruments classiques de politique économique dans certaines circonstances.

Les règles financières peuvent être mobilisées rapidement pour compléter les autres instruments de politique économique.

Les moyens financiers à mobiliser et à réorienter pour faire la transition et adapter les acteurs économiques sont considérables et tous les instruments doivent être mobilisés pour pousser les marchés financiers dans cette direction, au-delà de ce que pourraient faire les instruments classiques de politique économique. Or les réglementations financières présentent l'avantage de pouvoir être mises en place assez rapidement. Puisque les instruments fiscaux ne sont pas en place – tout du moins pas encore à la hauteur nécessaire – et que les prix de marché n'internalisent toujours pas suffisamment le changement climatique, il y a besoin d'actions rapides pour renforcer les moyens de lutter contre le changement climatique. La réglementation financière peut contribuer, en conjonction avec une politique économique d'ensemble, à ces mesures rapides. Elle est en particulier moins « politiquement coûteuse » à mettre en place que les instruments fiscaux (cf. les difficultés politiques et sociales à la mise en place des taxes carbone dans de nombreux pays). Il existe en effet un consensus pour réguler l'activité des institutions financières afin de réduire les risques d'instabilité financière (G. Barba Navaretti *et al.* -2021). La réglementation financière peut donc permettre de renforcer les effets de la politique fiscale qui est plus longue à mettre en place et donc plus progressive dans ces effets.

La réglementation financière peut renforcer l'efficacité des instruments de politique économique

Elle peut en effet intervenir pour faire évoluer les critères de décision des acteurs financiers quand le signal-prix n'est pas suffisamment fort ou que les instruments de politique économique se heurtent à d'autres défaillances de marché que la non-prise en compte des externalités climatiques. Elle peut agir de différentes façons :

- la réglementation financière ne peut pallier l'absence d'un signal-prix favorable à la transition. Mais elle peut **renforcer l'efficacité d'un signal-prix qui serait insuffisant**. Elle peut le faire en utilisant des instruments micro-prudentiels comme les exigences de capital ou macroprudentiels comme les coussins de capital systémiques (cf. encadré ci-après).

EXEMPLES D'INSTRUMENTS PRUDENTIELS POUR RENFORCER L'EFFICACITÉ DU SIGNAL-PRIX

- Pénalisation par des exigences très élevées de fonds propres demandées aux banques pour le financement des activités les plus contradictoires à la transition et devant être cessées rapidement (extraction du charbon thermique, extraction des hydrocarbures non conventionnels, nouvelles capacités de production d'énergies fossiles) (Finance Watch-2021).
- Renforcement des exigences microprudentielles de fonds propres sur les activités de production et d'exploitation des autres énergies fossiles (pétrole conventionnel et gaz naturel) pour inciter les banques à mettre en place des politiques de retrait progressif de ces énergies en cohérence avec les stratégies publiques de neutralité carbone. Un tel renforcement des exigences doit être utilisé avec précaution pour éviter des conséquences négatives non recherchées (I4CE-2021 b).
- Mise en œuvre d'outils prudentiels comme les coussins de capital systémiques pour obliger les banques à renforcer leurs fonds propres pour faire face aux risques inhérents au financement de certaines activités très émissives dont les banques doivent progressivement se retirer (pétrole conventionnel et gaz naturel) (P. Monnin-2021). Cet instrument prudentiel pourrait être une alternative aux exigences microprudentielles évoquées ci-dessus.

- la réglementation financière peut également **aider à surmonter les difficultés de la transmission du signal-prix**. En effet, certaines défaillances inhérentes aux marchés financiers ne peuvent être facilement réglées par des instruments de politique économique classique. C'est le cas en particulier de l'asymétrie d'informations, du court-termisme des acteurs financiers ou de la « tragédie de l'horizon » (les acteurs financiers ne peuvent intégrer facilement les problématiques de moyen et long terme dans leur processus de décision). La réglementation financière peut alors utiliser d'autres canaux de transmission sur la prise de décision des acteurs financiers. Cet objectif peut être atteint en imposant aux acteurs financiers de prendre en compte l'objectif de la transition net-zéro dans leurs mécanismes de prise de décisions en complément du couple rendement-risque. Différents instruments sont disponibles (cf. encadré ci-après).

EXEMPLES D'INSTRUMENTS POUR PALLIER LES DIFFICULTÉS DE TRANSMISSION DU SIGNAL-PRIX

- Obligation pour les banques d'adopter et de respecter un plan de transition prudentiel répondant à des normes définies par la réglementation financière, sous le contrôle des superviseurs. Ces plans de transition définiraient les objectifs des banques pour aligner toutes leurs activités sur une trajectoire compatible avec un réchauffement limité à 1,5°C et les moyens d'action mis en œuvre pour respecter une feuille de route compatible avec cet objectif (I4CE - 2022 a). Les superviseurs pourraient utiliser une palette d'instruments pour obliger les banques à mettre en œuvre ces plans de transition, y compris en imposant un coussin additionnel de capital pour celles qui ne seraient pas alignées (Dikau *et al.* 2021).
- Obligation pour tous les acteurs financiers d'intégrer des objectifs de transition (par exemple ceux définis dans les plans de transition) dans les politiques de rémunération des dirigeants et des responsables opérationnels dans les métiers concernés par la transition (I4CE - 2022 a).
- Mise en œuvre de ratios de leviers sectoriels pénalisant le financement des secteurs très carbonés. En complément du ratio de levier existant (qui vise à plafonner le rapport entre le total des actifs non pondérés et les fonds propres), ces ratios de levier sectoriels imposeraient une norme plus rigoureuse en termes pour certains secteurs économiques particulièrement émissifs en CO₂.
- Fixation de limites d'exposition sur certaines activités (par exemple, extraction de charbon thermique) ou secteurs économiques très émissifs (par exemple énergies fossiles). A l'instar des règles de division des risques, ces limites d'exposition sectorielles seraient définies en pourcentage des fonds propres des banques.

- Enfin, la réglementation financière peut **contribuer à surmonter les « problèmes hérités » ('legacy problem') des banques** dus à la présence d'actifs potentiellement échoués dans leur bilan ce qui réduit leur incitation à favoriser une transition rapide.

EXEMPLES D'INSTRUMENTS POUR INCITER LES BANQUES À GÉRER LES « LEGACY PROBLEMS »

- Introduction de règles préventives de prise en compte des actifs potentiellement échoués dans le calcul des fonds propres (par exemple par des pondérations plus élevées) ;
- Prise en compte dans les règles de provisionnement (par analogie avec le système de « provisionnement dynamique » mis en œuvre par certains régulateurs pour lutter contre l'apparition des booms immobiliers) : obligation pour les banques de provisionner progressivement les engagements liés aux énergies fossiles sans attendre que ces engagements deviennent « non performants » au sens des règles prudentielles. Le provisionnement pourrait, par exemple, porter sur la part des financements accordés à certains secteurs et qui sont en excès par rapport aux trajectoires de neutralité carbone définies par les stratégies publiques ;
- Obligation pour les banques de prendre en compte les actifs potentiellement échoués dans les plans de transition obligatoires des banques (cf. ci-dessus).

L'utilisation des exigences prudentielles soulève une difficulté opérationnelle à ne pas négliger : alourdir les exigences imposées aux banques risque de détourner l'activité vers des acteurs non réglementés (« shadow banking ») sans régler le problème de fonds (c'est-à-dire le financement des activités émissives). Cela implique qu'il faut privilégier une approche globale visant à couvrir le plus grand nombre d'acteurs financiers privés en termes de secteurs et de pays.

Pour renforcer l'efficacité de la politique économique, la réglementation financière doit y être étroitement articulée

Il est important de s'assurer de la **cohérence des objectifs fixés et des références utilisées** dans le cadre des deux politiques. C'est le cas en particulier des objectifs de neutralité

net-zéro qui peuvent être utilisés par la politique économique et la réglementation financière : quel horizon se fixe-t-on pour l'atteindre ? Quelle définition utilise-t-on ? Cette cohérence doit également être respectée pour les scénarios de transition retenus pour définir ces objectifs net-zéro (scénarios au niveau international mais aussi niveau national et sectoriels). Au-delà, il est également important d'utiliser des références communes notamment pour distinguer ce qui est « vert » de ce qui ne l'est pas. On peut par exemple mentionner le débat entre une « taxonomie verte » essentiellement binaire (distinguant des activités « soutenables » et « non soutenables ») comme la taxonomie européenne et une taxonomie non binaire (permettant de prendre mieux en compte des activités non encore « soutenables » mais en cours de transition) qui est prônée par certains états et les acteurs financiers.

L'articulation entre les deux politiques doit également être dynamique. Dans certains cas, la réglementation financière peut anticiper sur la politique économique qui peut-être plus longue à mettre en place (cf. l'exemple de la mise en place d'un prix du carbone) et servir ainsi de relai. Parfois, la politique économique peut ensuite s'appuyer sur les avancées de la réglementation financière. On notera à cet égard l'exemple de la taxonomie européenne des activités soutenables qui a été paradoxalement la première à définir sur le plan réglementaire ce qu'étaient des activités soutenables, définition pourtant utile pour l'ensemble des acteurs économiques.

Dans d'autres cas, c'est la politique économique qui fixe un cadre sur lequel la réglementation financière doit s'appuyer notamment en ce qui concerne des politiques sectorielles (par exemple, la rénovation des logements, le développement des énergies renouvelables, les politiques de développement de nouvelles mobilités, etc.).

Les deux politiques doivent aussi être coordonnées pour **faire jouer la cohérence²³ et la complémentarité des instruments**. Ainsi, par exemple, il n'y aurait pas de sens d'imposer aux banques des exigences prudentielles renforcées sur le financement des activités fossiles si dans le même temps la politique économique continue de pratiquer des subventions aux mêmes énergies fossiles (pratique ancienne dans de nombreux pays européens qui a encore été renforcée au moment de la crise énergétique liée à la guerre en Ukraine).

Une politique ambitieuse pour accélérer la rénovation énergétique des logements fournit un bon exemple où il est nécessaire, pour surmonter des freins multiples, de combiner différents instruments : normes environnementales (restriction aux locations et/ou aux transactions sur la base des diagnostics de performance énergétique), incitations fiscales (primes à la rénovation), formation (des artisans), règles de prise de décision dans les copropriétés et financements privés (mise en place de prêts bancaires à taux privilégiés²⁴ en relai des prêts de type éco-PTZ²⁵).

La complémentarité peut également être utilisée pour décider du « mix » entre différents instruments ; par exemple, la réglementation financière pourrait permettre de moins utiliser l'arme budgétaire et fiscale dans les situations où il existe des contraintes fortes sur les Finances publiques (O. Bodin - 2023).

Une approche articulée permettra de mieux remplir l'objectif de stabilité financière

Jusqu'à maintenant, cette section a exploré les atouts de la réglementation financière – y compris prudentielle – pour contribuer à l'efficacité des instruments plus traditionnels de politique économique. Il convient maintenant de répondre à la forte réserve des superviseurs financiers vis-à-vis d'une telle utilisation des règles prudentielles. La thèse défendue par la note est que l'utilisation des règles prudentielles dans le cadre de l'approche intégrée permettrait aux superviseurs de surmonter les obstacles auxquels ils sont confrontés actuellement (cf. supra) et de remplir plus efficacement leur objectif de stabilité financière.

De fait, l'approche intégrée permet de tenir compte d'une caractéristique fondamentale du risque climatique : son **caractère largement endogène**. Comme le caractérise le concept de « double matérialité », non seulement les institutions financières sont affectées par les conséquences du risque climatique - matérialité financière - mais elles contribuent aussi au changement climatique par les financements accordés aux activités émissives – matérialité environnementale – (I4CE - 2023 b). Ainsi, dans une perspective systémique, on peut considérer que les financements accordés aujourd'hui par les institutions financières contribuent à l'émergence des risques physiques et de transition, susceptibles de devenir systémique demain (Boissinot *et al.* - 2022).

Réduire ces financements et les réorienter vers la transition permettrait donc de réduire le risque systémique climatique préventivement. Même si une grande incertitude existe sur l'impact des politiques économiques qui devront être testées et ajustées en permanence, on sait que l'on peut s'appuyer sur deux actions préventives :

- **faciliter une transition rapide et ordonnée** réduit les risques de transition (particulièrement élevés si la transition est désordonnée et/ou retardée) et les risques physiques (puisque le réchauffement de la température sera réduit par rapport à la trajectoire actuelle).
- **faciliter une politique d'adaptation** des acteurs économiques (notamment les entreprises et les ménages) réduit l'impact financier des risques climatiques physiques que nous ne pourrions éviter.

Favoriser le financement de la transition net-zéro et d'une politique d'adaptation bien calibrée est donc la meilleure façon de réduire les risques climatiques pour le secteur financier et le risque systémique attaché. En mettant en œuvre des instruments prudentiels pour favoriser ce financement de la transition et de l'adaptation (cf. les instruments présentés précédemment), les superviseurs financiers -notamment bancaire et assurance – ne dérogent pas à leur mandat. Au contraire, ils adoptent l'approche la plus efficace pour le remplir.

Pour y parvenir il faut cesser de donner la priorité à la poursuite d'une mesure parfaite des risques, illusion à laquelle les superviseurs ne cèdent d'ailleurs pas quand il s'agit par exemple de lutter contre les risques de bulle immobilière. Ils doivent au contraire accepter de baisser le niveau de sophistication des mécanismes de mise en œuvre des politiques non conventionnelles (E. Campiglio et F. Lamperti - 2021).

En effet, nous avons vu précédemment qu'il fallait adopter une **approche de précaution** pour surmonter les limites de l'approche prudentielle actuelle : au lieu d'essayer de mesurer avec précision les risques climatiques pour les intégrer dans les ratios prudentiels, il faut en priorité s'attacher à minimiser les risques préventivement et ne pas hésiter à fixer des règles prudentielles « conventionnelles » (c'est-à-dire qu'elles ne dépendent pas du niveau des risques mais de l'impact recherché sur la réallocation des flux financiers). Ces règles « conventionnelles » influeraient en retour sur les conventions de marchés et donc sur l'appréciation des risques financiers

23 Il est fait l'hypothèse que cette cohérence est assurée au sein de la politique économique elle-même (par exemple disparition des subventions aux énergies fossiles)

24 Ces prêts pourraient également être favorisée par les banques centrales via différents types de mécanisme

25 PTZ : Prêts à Taux Zéro.

3. UNE APPROCHE ARTICULÉE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES EST INDISPENSABLE POUR FINANCER LA TRANSITION ET PRÉVENIR LE RISQUE SYSTÉMIQUE

d'origine climatique. Une convention « publique » guiderait ainsi les conventions privées puisque dans le domaine des risques financiers climatiques l'approche probabiliste est inopérante. Ceci n'est d'ailleurs pas vraiment nouveau puisque cette approche préventive fait partie intégrante de la démarche macroprudentielle développée par les superviseurs du monde entier à la suite de la crise financière de 2007-2008 (FSB-IMF-BIS - 2011). Elle a ainsi été mise en œuvre

dans un certain nombre de pays (par exemple en fixant des surcharges de capital pour lutter contre les risques d'une bulle immobilière sans s'appuyer sur une mesure précise des risques courus). Au surplus, ces règles pourraient être ajustées au fur et à mesure de l'expérience.

Le tableau ci-dessous récapitule les apports en termes d'efficacité d'une approche intégrée de la politique économique et de la réglementation financière.

APPORTS DE L'APPROCHE ARTICULEE	ILLUSTRATIONS
1/ Renforcer l'efficacité de la transmission de la politique économiques aux acteurs financiers	
<ul style="list-style-type: none"> • Instruments rapidement mobilisables 	« Politiquement » moins coûteuse à mettre en œuvre
<ul style="list-style-type: none"> • Renforcer un signal-prix insuffisant 	<ul style="list-style-type: none"> • Exigences de fonds propres très élevées sur les activités les plus nocives pour la transition (e.g. charbon ou nouvelles capacités de production d'énergie fossile) • Exigences de fonds propres renforcées sur les autres financements d'énergies fossiles • Coussins de capital systémiques pour les activités les plus émissives dont les banques doivent se retirer progressivement
<ul style="list-style-type: none"> • Utiliser d'autres canaux de transmission pour agir sur les critères de décision des acteurs financiers 	<ul style="list-style-type: none"> • Plans de transition obligatoires pour les banques sous le contrôle des superviseurs • Politique de rémunération prenant en compte les objectifs de transition (pour l'ensemble des acteurs financiers) • Limites d'exposition sectorielle imposées aux banques pour les activités les plus émissives • Ratios de levier sectoriels pénalisant le financement des secteurs très carbonés
<ul style="list-style-type: none"> • Surmonter le « legacy problem » des banques 	<ul style="list-style-type: none"> • Prise en compte des actifs échoués potentiels dans les plans de transition obligatoires pour les banques • Prise en compte dans les exigences de fonds propres ciblées • Politique de « provisionnement dynamique » pour anticiper l'apparition des « actifs échoués »
2/ Renforcer l'efficacité de la politique prudentielle	
<ul style="list-style-type: none"> • Mettre en place une politique préventive pour prendre en compte le caractère endogène des risques climatiques 	Utilisation des instruments décrits ci-dessus pour : <ul style="list-style-type: none"> • Réallouer les flux financiers pour favoriser la transition pour réduire les risques physiques et de transition • Réallouer les flux financiers pour accélérer l'adaptation et réduire l'impact financier des risques physiques
<ul style="list-style-type: none"> • Utiliser une approche de précaution 	<ul style="list-style-type: none"> • Utilisation de règles conventionnelles (c'est-à-dire non basées sur le niveau des risques mais sur l'impact recherché sur la réallocation des flux financiers) pour calibrer les instruments décrits ci-dessus

4. LA MISE EN ŒUVRE DE CETTE NOUVELLE APPROCHE PRÉVENTIVE DOIT RESPECTER CERTAINES CONTRAINTES

L'utilisation d'instruments pruden­tiels pour favoriser le financement de la transition doit intégrer des contraintes. Elle

sera en effet confrontée à quatre types de conflit potentiel : d'objectifs, d'horizons, de niveau d'intervention et de mandat.

4.1. Les conflits d'objectifs

Dans ce nouveau cadre, des conflits d'objectif pourraient apparaître entre la recherche d'une réduction directe des risques et la réorientation des financements vers la transition. Par exemple, les superviseurs ont régulièrement mis en avant le fait que favoriser le financement d'actifs réputés « verts » en diminuant les exigences en capital attachées à ces actifs pouvait tout à la fois réduire la résistance des banques (en raison d'un moindre coussin en capital à leur disposition) et augmenter d'autres risques pour les banques (résultant de nouvelles technologies ou de l'incertitude sur le développement d'un marché suffisant).

Ce conflit d'objectif existe – il serait possible de multiplier les exemples – et les superviseurs ont raison de s'en préoccuper.

Une attention particulière devra y être apportée par les superviseurs pour identifier ces conflits d'objectifs dans toutes leurs actions et développer des réponses adaptées au cas par cas afin de les gérer au mieux. Une voie à explorer pour surmonter cette difficulté reposerait sur une spécialisation des instruments (des instruments différents sont utilisés pour atteindre des objectifs différents et une utilisation sous contrainte (par exemple, la réduction des exigences en capital ne pourrait pas être utilisée pour favoriser le financement de certaines activités). Cela pourrait aussi conduire les superviseurs à innover pour développer de nouveaux outils de gestion du risque.

4.2. Les conflits d'horizon

Cette note défend l'idée que favoriser le financement de la transition est le moyen le plus efficace de réduire le risque systémique résultant du réchauffement climatique. Mais force est de reconnaître que si cette politique apparaît solidement fondée à moyen et long terme (en permettant notamment une gestion maîtrisée des actifs échoués), il n'est pas exclu qu'elle puisse faire apparaître d'autres risques à plus court terme. Nous avons déjà évoqué le cas d'un allègement des exigences de capital au profit de « financements verts » qui pourrait créer des risques à court terme (risques liés aux nouvelles technologies) dans le but de faciliter la transition pour réduire le risque systémique à plus long terme. Mais on peut imaginer d'autres risques liés :

- aux hésitations des pouvoirs publics sur la meilleure trajectoire de transition à suivre ou à l'absence de trajectoire de transition opérationnelle ;
- aux « bruits » qui accompagneront nécessairement la définition et la mise en œuvre d'une vaste politique pour favoriser la transition ;

- à l'échouage rapide de certains actifs dans les domaines d'activité les plus rapidement et fortement impactés par la politique de transition (par exemple l'extraction et l'utilisation du charbon thermique). La valeur de certains actifs pourrait ainsi fortement baisser. Des provisions seraient nécessaires mais elles sont inadéquates aujourd'hui car les informations sont insuffisantes à ce jour et les incitations ne sont pas appropriées (les règles spécifiques envisagées n'ayant pas encore eu le temps de produire leur effet).

L'existence de ces conflits potentiels d'horizon est une des raisons pour lesquelles les superviseurs ne devraient pas baisser la garde en matière de supervision individuelle même si l'approche proposée vise à privilégier une approche systémique du risque. C'est aussi une raison pour les régulateurs pour tester des solutions innovantes²⁶.

26 Par exemple utiliser des « regulatory sandboxes » pour tester des solutions permettant aux institutions financières de gérer dans leur bilan certains actifs qui pourraient devenir « échoués ».

4.3. Les conflits de niveau d'intervention

L'approche préventive proposée est celle qui apparaît la mieux à même d'éviter l'apparition d'un risque systémique d'origine climatique. Cette approche préventive, même si elle conduit à de nouvelles contraintes réglementaires, n'enlèvera pas aux banques leur capacité de décider – dans ce nouveau cadre – de leur propre stratégie d'affaires et de leur plan de développement. L'objectif n'est pas d'éviter tous les risques individuels, ce serait d'ailleurs illusoire. Certaines banques feront de mauvais choix de financement ou auront des contreparties défaillantes même si globalement le secteur financier dans son ensemble est préservé.

Ce constat a une double conséquence :

- il est important d'utiliser des instruments microprudentiels (plans de transition, surcharges ciblées en capital, règles d'exposition, règles de provisionnement, etc.) et des instruments macroprudentiels (coussin systémique fondé sur l'exposition globale à certaines activités) pour favoriser le financement de la transition à la fois au niveau de chaque institution financière et au niveau de l'ensemble du secteur financier ;
- en même temps, la surveillance individuelle des banques doit être approfondie pour renforcer la capacité de résistance de chaque institution (notamment par l'amélioration des outils de mesure et de gestion des risques et par les stress-tests climatiques).

4.4. Les conflits de mandat

Les superviseurs mettent souvent en avant que leur mandat actuel ne leur permette pas d'utiliser les instruments prudentiels à des fins de politique économique. Ceci est exact dans les économies développées en général par contraste avec la situation prévalant dans de nombreux pays émergents ou en développement dans lesquels il est admis que la politique prudentielle doit aussi servir aux fins de développement économique des pays (I4CE - 2020 b).

Mais la présente note ne défend pas l'idée de faire changer les objectifs assignés aux superviseurs ou de les compléter par un nouvel objectif environnemental. Elle défend au contraire l'idée que la meilleure façon pour les superviseurs de remplir leur mandat de stabilité financière est de mettre en place une approche préventive de précaution vis-à-vis des risques liés au changement climatique. C'est déjà ce que

font les superviseurs – dans le cadre de leur mandat actuel – quand ils utilisent des instruments prudentiels (surcharge en capital, provisionnement dynamique, etc.) pour freiner l'apparition de bulles spéculatives dans certains secteurs de l'économie (par exemple l'immobilier). S'agissant des risques climatiques, cette approche préventive consisterait à faciliter le financement d'une transition ordonnée en réorientant les flux financiers pour limiter les risques financiers liés à au changement climatique.

Dans ce contexte, la question du mandat des superviseurs devra donc être examinée avec attention pour analyser les avantages et les obstacles d'un tel changement (cf. encadré ci-dessous). Mais il n'est pas évident que le changement de mandat des superviseurs soit indispensable pour mettre en œuvre la politique proposée.

LES AVANTAGES ET LES OBSTACLES À UN CHANGEMENT DE MANDAT DES SUPERVISEURS POUR FACILITER LA TRANSITION

Les mandats actuels des superviseurs bancaires dans les économies de marché développées diffèrent ; mais il leur permettent en général de prendre en compte tous les risques matériels pour les banques et de prendre des mesures pour réduire les risques systémiques sur le secteur bancaire. Ajouter un objectif de soutenabilité au mandat des superviseurs expliciterait donc une possibilité dont ils disposent déjà implicitement ; cela aurait le mérite de clarifier la question. Cela aurait un autre avantage en allongeant l'horizon d'action des superviseurs : alors que celle-ci est fondée actuellement sur la prise en compte des risques financiers dans le cycle d'affaire (3 à 5 ans), un objectif de soutenabilité explicite les obligerait à prendre en compte à la fois les risques de court terme et ceux de plus long terme.

Mais changer le mandat des superviseurs présente aussi d'importantes difficultés. Tout d'abord, introduire un nouvel objectif de soutenabilité risquerait de conduire à d'autres demandes d'extension pour inclure des objectifs légitimes sur le plan sociétal (transition juste, égalité des sexes, etc.). Par ailleurs, introduire un nouvel objectif mettrait les superviseurs dans la position difficile d'avoir à arbitrer entre les deux objectifs qui pourraient se trouver en contradiction à certains moments. Or un tel arbitrage devrait relever de gouvernants ayant été élus démocratiquement. Il devrait alors plutôt s'agir d'un objectif secondaire qui viendrait compléter le premier. Enfin, changer le mandat des superviseurs peut s'avérer difficile sur le plan politique et institutionnel dans certains pays ou juridiction (comme l'Union Européenne). Or il est urgent d'agir. C'est un paradoxe qui doit les conduire à suivre une ligne de crête étroite : les gouvernements sont responsables des politiques pour favoriser la transition et les superviseurs doivent prendre des mesures complémentaires pour faciliter cette action en s'engageant prudemment vers une « approche promotionnelle légitime » (Megan Bowman 2022).

CONCLUSION

La finance ne pourra apporter sa contribution à la transition – c'est-à-dire accompagner la transformation de l'économie – que si les gouvernements se dotent de stratégie claire, de politiques économiques cohérentes et de processus de planification de la transition opérationnels, identifiant précisément les chemins de transition.

Dans ce cadre, la note a analysé la complémentarité et l'interdépendance entre la politique économique (fiscale, budgétaire et environnementale) et la réglementation financière (y compris prudentielle) du secteur financier : la défaillance de l'une de ces politiques limite l'efficacité de l'autre. Le débat sur l'efficacité relative des politiques économique et de la réglementation financière n'est pas clos mais il y a un consensus croissant pour considérer qu'elles doivent être coordonnées (P. Bolton *et al.* -2020).

C'est la raison pour laquelle il est nécessaire de donner un contenu opérationnel à une approche articulée des politiques :

- celle-ci permet de renforcer l'efficacité de la politique économique pour lutter contre le changement climatique en se donnant réellement les moyens de mobiliser les acteurs financiers pour financer la transition et l'adaptation ;
- elle permet aussi de limiter sérieusement le risque systémique engendré par le changement climatique ce que ne parvient pas à faire l'approche retenue actuellement par les superviseurs financiers.

La mise en œuvre de la coordination des politiques est complexe : les instruments de politique économique et les instruments financiers sont nombreux et leur efficacité délicate à estimer ; en outre, ils doivent être gérés à deux niveaux : européen et national. Le jeu entre les décideurs politique économique et budgétaire d'un côté, et les superviseurs financiers de l'autre doit déplacer le dilemme du prisonnier malgré le degré d'incertitude élevé sur les politiques effectivement mises en œuvre et leur impact. Il faut au contraire mettre en place un cadre européen plus contraignant qu'actuellement mais adaptable en fonction de l'expérience acquise.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- ACPR-AMF-2022 « Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place » Troisième rapport commun ACPR/AMF Octobre 2022
- Banque de France-2010 « De la crise financière à la crise économique » Documents et débats N°3
- G. Barba Navaretti et al -2021 “Sustainability and Finance – Why and how?” European Economy – Banks, regulations and the real sector-2021.2
- F. Baudoin – 2022 « Les stress tests climatiques, entre politique de stabilité financière et tentative de transition écologique » Université Paris Nanterre Novembre 2022
- BCBS – 2022 “Principles for the effective management and supervision of climate-related risks” June 2022
- BCBS -2023 “Consultative Document – Core principles for effective banking supervision” Basel Committee on Banking Supervision – July 2023
- Bolton et al -2020 “The green swan – Central banking and financial stability in the age of climate change” BIS-Banque de France
- BIS-2019 – F. Boissay et al “Impact of financial regulations: insights from an online repository of studies” BIS Quarterly Review March 2019
- BIS-2020 – C. Borio and F. Restoy “Reflections on regulatory responses to the Covid-19 pandemic” Financial Stability Institute Briefs N°1
- O. Bodin -2023 « Gouvernance économique et budgétaire européenne et dérèglement climatique : pour une application du principe de précaution face aux risques systémiques »
- E. Campogio et F. Lamperti -2021 “Sustainable Finance Policy-making : Why and how?” European Economy – banks, regulation and the real sector – 2021.2
- M. Carney-2015 “Breaking the tragedy of the horizon – Climate change and financial stability” Speech given at Lloyd’s of London
- H. Chenet et al -2021 “Finance, Climate change and radical uncertainty: Towards a precautionary approach to financial policy” Ecological Economics 183 (2021) 106957
- Climate Policy Initiative -2021 “Global Landscape of Climate Finance 2021”
- D’Arcangelo F. et al – 2022 “Estimating the CO₂ emission and revenue effects of carbon pricing: new evidence from a large cross-country dataset” OECD Economic Department Working Paper N°1732
- S. Dikau et al – 2021 “Climate-neutral central banking: How the European System of Central Banks can support the transition to net-zero” Grantham Research Institute, London School of Economics and Centre for Sustainable Finance -SOAS- London University
- D. Lucas -2019 “Measuring the cost of bailouts” Annual Review of Financial Economics Vol. 11:85-108
- EBA-2016 “EBA Report on SMEs and SME Supporting Factor” March 2016 EBA/OP/2016/04
- ECB -2020 “Guide on climate-related and environmental risks – Supervisory expectations relating to risk management and disclosure” ECB Banking Supervision
- ECB -2022 a “Walking the talk – Banks gearing up to manage risks from climate change and environmental degradation” European Central Bank Banking Supervision November 2022
- ECB -2022 b “2022 Climate risk stress test” ECB Banking Supervision
- EIB-2023 “Investment report 2022/2023 Key findings, resilience and renewal in Europe” European Investment Bank February 2023
- European Commission -2018 « Action plan on sustainable finance »
- European Commission – 2021 “Strategy for financing the transition to a sustainable economy”
- Finance Watch – 2021 “A silver bullet against green swans. Incorporating climate-related financial risks into bank and insurance prudential rules”
- FSB-IMF-BIS-2011 “Macroprudential Policy Tools and Frameworks – Progress Report to G20”
- FSB-NGFS – 2022 “Climate Scenario Analysis by Jurisdictions – Initial findings and lessons”
- GIEC – 2018 « Rapport spécial du GIEC sur les conséquences d’un réchauffement planétaire de 1,5°C au-dessus des niveaux pré-industriels »
- IEA-2021 “Net Zero by 2050: A roadmap for the Global Energy sector” International Energy Agency May 2021
- IEA-2023 « World Energy Investment 2023 » International Energy Agency May 2023
- I4CE -2019 – V. Depoues *et al.* « Pour une autre approche du risque climatique en finance – tenir pleinement compte des incertitudes »
- I4CE -2020 a – M. Berenguer et al « Intégrer les risques liés au climat dans les exigences de fonds propres des banques »
- I4CE -2020 b – M. Cardona et M. Berenguer « Quel rôle pour la réglementation financière dans la transition bas-carbone ? »
- I4CE -2021 a – J. Evain et M. Cardona « La réglementation financière peut-elle accélérer la transition bas-carbone ? »
- I4CE -2021b – J. Evain et B. Chamberlin « Indexer les exigences prudentielles sur le climat : à quels impacts peut-on s’attendre ? »
- I4CE -2022 a – J. Evain et C. Calipel « Intégrer une obligation de plan de transition bancaire au sein du pilier 2 »
- I4CE -2022 b – M. Cardona « Les limites des engagements climat volontaires des acteurs financiers privés »
- I4CE -2023 a – C. Calipel et L. Fidel « Stress test climat : quels co-bénéfices pour le financement de la transition ? »
- I4CE -2023 b – R. Hubert “Connecting the dots between climate risk management and transition finance”.
- S. Kogstrup and W. Oman -2019 “Macroeconomic and Financial Policies for Climate Change Mitigation: A review of the Literature” _ IMF Working Paper/19/185
- G. Le Quang and L. Scialom -2022. “Better safe than sorry: Macroprudential policy, Covid 19 and climate change,” International Economics, CEPII research center, issue 172, pages 403-413.
- P. Lenain -2022 “All hands on deck to confront the energy crisis” November 2022 - Blog Council on Economic Policies
- P. Monnin -2021 “Systemic risk buffers – The missing piece in the prudential response to climate risks” Council on Economic Policies - CEP Policy Brief
- G. Mukunda -2018 “The Social and Political Costs of the Financial Crisis, 10 years later” Harvard Business Review September 25, 2018
- N. Stern -2008 “The Economics of Climate change” The American Economic Review Vol. 98, N°2 Papers and Proceedings of the 120th Annual Meeting of the American Economic Association
- N. Stern and J. Stiglitz 2022 “The economics of immense risk, urgent action and radical change: towards new approaches to the economics of climate change” Journal of Economic Methodology Volume 29, 2022 -Issue 3

Ce travail reflète uniquement les opinions d'**I4CE** - Institut de l'économie pour le Climat. Les autres membres du Consortium Finance ClimAct ainsi que la Commission européenne ne sont pas responsables de l'usage qui pourrait être fait des informations qu'il contient.

I4CE est un institut de recherche à but non lucratif qui contribue par ses analyses au débat sur les politiques publiques d'atténuation et d'adaptation au changement climatique. Nous promovons des politiques efficaces, efficaces et justes. Nos 40 experts collaborent avec les gouvernements, les collectivités locales, l'Union européenne, les institutions financières internationales, les organisations de la société civile et les médias. Nos travaux couvrent trois transitions – énergie, agriculture, forêt – et six défis économiques : investissement, financement public, financement du développement, réglementation financière, tarification carbone et certification carbone.



www.i4ce.org

Le projet **Finance ClimAct** contribue à la mise en œuvre de la Stratégie Nationale Bas Carbone de la France et du Plan d'action finance durable de l'Union Européenne. Il vise à développer les outils, méthodes et connaissances nouvelles permettant (1) aux épargnants d'intégrer les objectifs environnementaux dans leurs choix de placements, (2) aux institutions financières et à leurs superviseurs d'intégrer les questions climatiques dans leurs processus de décision et d'aligner les flux financiers sur les objectifs énergie-climat et (3) favoriser l'investissement dans l'efficacité énergétique et l'économie bas-carbone, promu par la Stratégie Nationale Bas-Carbone et le Pacte vert européen.



INSTITUTE FOR CLIMATE ECONOMICS
30 rue de Fleurus - 75006 Paris

www.i4ce.org
Contact : contact@i4ce.org

Suivez-nous sur

