

Regards

La finance au secours du climat ? La Nature entre prix et valeur

Étienne Espagne¹, Jean-Charles Hourcade², Baptiste Perrissin Fabert³

¹ Économiste, France Stratégie, Département Économie-finance, 75700 Paris, France

² Économiste, CIRED, 94736 Nogent-sur-Marne, France

³ Économiste, Commissariat général au Développement durable, MEDDE, 92055 La Défense, France

Mots-clés :

finance climat ;
transition bas carbone ;
politique monétaire ;
prix du carbone ;
valeur sociale
du carbone

Résumé – Crises financière et environnementale sont habituellement traitées dans des cercles académiques, d'expertise et de décision différents. Cette division du travail devient intenable à l'heure de l'Anthropocène. En effet, aucun accord climatique ambitieux ne pourra être trouvé sans réponse à la question du financement de la transition vers une société décarbonée. Nous développons plus avant dans ce texte les raisons pour lesquelles il faudrait considérer d'un seul bloc ces deux champs aujourd'hui séparés. Nous opérons à cette fin un retour sur la différence fondamentale entre prix et valeur sociale. Dans le cadre du changement climatique, la croyance dans leur identité via la mise en œuvre de simples mécanismes de marché du carbone appropriés a conduit à l'échec. Une force extérieure au marché est nécessaire pour réduire cette différence. Elle pourrait aujourd'hui prendre la forme du GIEC et des engagements politiques des États à ne pas dépasser 2 °C d'augmentation des températures. En émanant alors naturellement des formes nouvelles de politiques climatiques, qui insèrent l'ensemble des acteurs financiers dans la poursuite de cet objectif.

Keywords:

climate finance;
low carbon transition;
monetary policy;
carbon price;
social value of carbon

Abstract – Fixing the climate throughout market finance? On price and value in nature. The financial and environmental crisis are usually handled in different academic, expertise and public decision networks. This separation has become untenable in the age of the Anthropocene. In fact, no ambitious climate agreement can be achieved without first finding an answer to the question of how to finance the transition towards a decarbonized society. In this text, we further develop the reasons for which these two fields should be considered as a single unit. To this end, we go back to the fundamental difference between the price of carbon and the social value of carbon. The belief that the two can be equated through simple market mechanisms has been a failure. An external force is necessary to reduce the difference between the two. In the case of climate change, it takes the form of the IPCC's results and the political commitment to keep the temperature increase below 2°C compared to its pre-industrial levels. New forms of climate policies emerge from this analysis, which now incorporate all financial actors toward this goal.

Auteur correspondant : E. Espagne, etienne.espagne@strategie.gouv.fr

J.-C. Hourcade est directeur d'étude à l'EHESS.

La crise économique et financière de 2008¹ et l'échec retentissant de la conférence climatique de Copenhague en 2009 dévoilent un double sentiment d'impuissance à s'accorder sur une vision commune du futur et d'inévitabilité d'une action collective². La confiance dans la capacité du marché à assurer seul le bien-être social s'est considérablement érodée et la crise climatique en est un des stigmates. Les politiques climatiques allongent en effet l'horizon des décisions et les investissements productifs bas carbone ne pourront se faire sans réenchantement crédible du futur, dans lequel les anticipations des agents économiques pourraient s'ancrer.

C'est là que gît le lien entre crise climatique et crise financière. Pour en comprendre l'importance, il faut partir du changement de paradigme des négociations climatiques annoncé lors la conférence climatique de Cancún (2010). Cancún plaide pour passer d'une problématique de « partage équitable d'un fardeau », qui a dominé à la suite de l'adoption du protocole de Kyoto, à une problématique « d'accès équitable » à un développement bas carbone. Parce que cette dernière approche exige la réorientation rapide de l'affectation de l'épargne mondiale, la finance devient un enjeu central de la négociation internationale. La conférence de Copenhague avait d'ailleurs, malgré son échec global, acté la promesse de création d'un Fonds Vert Climat pour organiser des transferts financiers Nord-Sud à hauteur de 100 milliards de dollars par an d'ici à 2020.

Mais s'il est clair que la finance est un enjeu pour le climat, l'inverse n'est à ce jour pas vrai, et l'agenda de la régulation du système monétaire et financier n'a que

¹ Le titre de cet article surprendra le lecteur qui voit dans la financiarisation de l'économie l'origine de la crise actuelle et dans sa réforme un enjeu essentiellement moral. Pourtant la réforme de la finance est aussi un enjeu économique et politique majeur. Une forme bien spécifique de globalisation financière peut être considérée comme un catalyseur clé de la crise de 2008 (Rajan, 2013). Cette dernière est aussi parfois vue comme l'épuisement d'un régime d'accumulation financière, hérité de la fin du système de Bretton Woods, et incarné pendant longtemps par la perpétuation du double déficit américain (Varoufakis, 2015). Dans le cadre de ce texte nous privilégions, comme au moment des débats sur les marchés de permis d'émission (Hourcade, 2000), l'analyse des impasses économiques et politiques sur le questionnement philosophique ou moral, aussi indispensable soit-il.

² Ces deux crises constituent un bouleversement de perspective qui conduit Jeffrey Sachs à plaider pour un plan quinquennal américain sur le modèle du NDRC chinois (dans une tribune récente du site project-syndicate.org), ou Lawrence Summers (2013) et le FMI pour des investissements massifs d'infrastructure en vue d'éviter une stagnation séculaire. La transition bas carbone pourrait être une composante de cette relance des investissements pour aider les pays en développement à bifurquer, tant qu'il est temps, vers un développement bas carbone.

faire de la contrainte climatique. La prémisse de ce texte est que cet état de fait est une erreur et que la jonction progressive des agendas financiers et environnementaux fournirait un facteur de résilience crucial pour le cadre macro-prudentiel recherché depuis 2008. Mais cela suppose de vaincre quelques obstacles intellectuels dont le moindre n'est pas le lien entre valeur et prix et, dans le cas présent, entre la valeur de l'environnement, associée au temps long et les prix au jour le jour en vigueur sur les marchés. C'est en y revenant qu'on ouvrira les esprits à une réforme pragmatique du mode actuel d'intermédiation financière, qui permettrait de jouer sur la tension entre valeur et prix pour orienter résolument les nouveaux investissements dans une direction décarbonée.

De l'usage des prix

L'économie du protocole de Kyoto ignorait la monnaie et la finance. Une allocation par pays d'un budget global d'émissions devait répondre aux questions de justice climatique. Puis un prix unique du carbone assuré par un marché mondial du carbone devait garantir l'efficacité maximale des efforts. Cette méthode a d'abord buté sur la difficulté d'un accord politique au sujet de l'allocation des droits d'émission qui renvoie *in fine* au lien entre développement économique et contraintes carbonées dans les diverses régions du monde. Un deuxième obstacle est le fait qu'imposer à tous, quel que soit son niveau de revenu, un même prix unique du carbone pénalise fortement les pays pauvres et que les transferts forfaitaires censés pallier cet inconvénient excèdent les capacités des pays développés (on devrait aller très au-delà des promesses jamais tenues des 0,6 % du PIB pour l'aide au développement). Un troisième obstacle enfin vient de l'incapacité du seul prix du carbone à assurer la transition, vu l'importance d'autres signaux comme les prix de l'immobilier qui déterminent les besoins de mobilité et de l'intensité capitalistique des investissements concernés.

Ce cadre intellectuel vient d'une application simple du vieux cadre pigouvien³ : la dégradation du climat y est une « externalité » qu'il faut « internaliser » pour revenir à une croissance optimale. Il faut alors un prix cohérent avec le niveau désiré de « dépollution », prix obtenu soit par une taxe soit par un « marché du carbone » après allocation des « titres de propriété » sur le budget carbone global⁴. Mais on peut alors se demander si les prix qui émergent d'un tel marché reflètent bien la « valeur sociale », en matière de « bien-être » d'une

³ Du nom de Arthur Cecil Pigou (1920) inventeur de la taxe pigouvienne pour combler l'écart entre coût social et coût privé d'une externalité.

⁴ Nous faisons ici référence au théorème de Coase (1960).

tonne de carbone non émise et si toute cette valeur peut être résumée par un prix venant d'un marché politiquement structuré.

De nombreux gouvernements utilisent depuis longtemps des prix « notionnels » pour valoriser des biens dont le marché ne parvient pas à traduire la valeur. En France, le « rapport Quinet » sur l'intégration de l'environnement dans le calcul économique appelle à la reconnaissance d'une « valeur tutélaire du carbone ». En Allemagne, des prêts bonifiés permettent de financer des pans entiers de la fameuse *Energie Wende*, la transition énergétique allemande, ce qui revient à mettre un prix implicite sur l'énergie nucléaire évitée. Mais ces valeurs notionnelles, jusqu'à présent essentiellement limitées à l'évaluation de la rentabilité des investissements publics, renvoient au problème plus général des prix comme « vecteur d'information ».

Les marchés orphelins d'une valeur de référence

Les marchés seuls ne suivent donc absolument aucun objectif social particulier et les prix de marché, laissés à eux-mêmes, ne peuvent entraîner les acteurs économiques vers la production du maximum de valeur sociale que sous des hypothèses très particulières. Avec l'accroissement du poids du secteur financier dans l'économie, ce sont les anticipations sur l'avenir qui deviennent objet de commerce et ce « commerce des promesses » est à l'origine de la succession de « bulles spéculatives » depuis un quart de siècle. Dans un régime de valorisation actionnariale des firmes, la destruction de la valeur financière a des conséquences matérielles très concrètes. Elle se traduit par la dévalorisation de pans entiers de l'économie dont le moteur était justement la capitalisation immédiate de la promesse des revenus futurs finalement non advenus. Mais entre la phase de promesses précocement capitalisées et la destruction de leur valeur, des ressources auront été inutilement consommées sans que les coûts externes de ce gaspillage soient comptabilisés.

S'interroger sur la différence entre valeur et prix⁵, c'est reconnaître que la trajectoire endogène des marchés financiers n'a que peu de chances d'être conforme à l'intérêt social. Il lui faut donc une forme de direction

⁵ Pour André Orléan, le marché financier est, plus que les autres formes de marchés, autoréférentiel. Le prix qui en émane résulte davantage d'un entraînement psychologique entre participants au marché, plutôt que d'une valeur fondamentale des actifs échangés (Orléan, 2011). Les acteurs (acheteur, vendeur, voire un acheteur simultanément vendeur) anticipent ce que les autres anticiperont qu'eux-mêmes anticipent, comme dans la métaphore du concours de beauté utilisée par Keynes (1936).

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

Révéler la valeur latente d'une économie soutenable et bas carbone

C'est pourtant la nature de cette direction exogène, de cette « valeur » de référence, qui joue un rôle-clé dans la stabilité relative d'un mode de régulation capitaliste. Dans le premier capitalisme des pays de la Réforme protestante, elle n'avait pas à être explicite, mais le lien entre présent et futur reposait sur le thème de la prédestination. Un esprit chrétien acceptant sa « vocation » sait qu'il contribue au bien de tous quand il travaille et en est récompensé. *Beruf* signifie en allemand métier et vocation, comme le souligne Max Weber dans son *Éthique protestante et l'esprit du capitalisme*.

En l'absence de ce socle anthropologique, le lien présent-futur passe, dans la France de la reconstruction d'après-guerre, par le Commissariat au Plan comme creuset d'une vision d'avenir partagée pour le pays avec des étapes progressives pour sa réalisation effective. La planification de Jean Monnet et de Pierre Massé vise ainsi à combler les manques de marchés encore balbutiants. L'État crée de toute pièce de nouveaux champs d'expansion du capital en donnant une garantie à long terme sur la rentabilité des investissements de certains secteurs considérés comme essentiels. Le Plan est comme le dit Pierre Massé « l'anti-hasard ». L'État choisit un futur possible et façonne littéralement les institutions (y compris de marché, mais pas seulement) qui permettront de le rendre autoentretenu. Ainsi, la valeur précède le prix, qui n'est que le résultat, éventuellement transcrit par les marchés, de choix sociétaux faits au niveau de la collectivité. L'environnement n'était pas encore à ce moment une préoccupation, bien au contraire, mais les orientations du « Plan » reflètent un relatif consensus social, malgré bien sûr de nombreux conflits entre gagnants et perdants du consensus (Pessis *et al.*, 2013).

Mais la mondialisation des marchés va miner la croyance dans la possibilité de construire un projet économique sur la combinaison d'une base nationale et la légitimité d'un consensus autour d'une « valeur latente » à réaliser, déterminée par un État démocratique. Les débuts de la mondialisation, les chocs énergétiques et les premiers chocs financiers mondiaux génèrent ainsi une doctrine politique faible sur une séparation fictive entre

des domaines pour lesquels prix et valeurs coïncideraient (les marchés), et d'autres pour lesquels l'alignement ne se ferait pas et justifierait une intervention publique « correctrice »⁶. La révolution intellectuelle qui, à partir des années 1980, va établir la revanche de Hayek et Friedman sur les « constructivistes » et conduire à l'hypothèse d'anticipation rationnelle qui amène à penser que toute l'information utile se trouve dans les prix, va faire oublier, dans l'euphorie de la financiarisation de l'économie, que la séparation État/marché est pour une très large part fictive⁷.

Transition bas carbone, valeur sociale et encadrement du commerce des promesses

Les crises financière de 2008 et environnementale de 2009 sont un retour à l'évidence. Le marché seul, c'est-à-dire le paradigme du choix individuel rationnel sans croyance ou projection exogène, montre ses limites. Il n'y a plus la croyance dans la théorie de la prédestination où il fallait démontrer, par sa vertu et ses efforts, qu'on était bien conforme au plan de Dieu et donc choisir la « valeur » plutôt que le prix immédiat. Avec la croyance dans les anticipations rationnelles, on est ainsi dans l'anomie revendiquée. Mais cette croyance a une implication économique bien réelle : la financiarisation de l'économie a une traduction juridique et un « régime de gestion des entreprises », un « *business regime* » où domine désormais « *shareholder value* », la valeur instantanée de marché de l'action. Les entreprises de l'ancien capitalisme (de type Michelin) ne peuvent survivre qu'avec une structure du capital très contrôlée. Ce régime conduit à fuir le risque et à se replier sur des investissements très rentables à court terme. La fuite vers de tels placements « liquides » nourrit en permanence de nouvelles bulles spéculatives.

⁶ Pour Lionel Stoléro (Stoléro, 1990), secrétaire d'État au Plan (1988 à 1991) : « Nous vivons dans une Europe qui est en économie de marché et néanmoins nous devons choisir à moyen terme, c'est-à-dire planifier [...]. L'économie de marché résout toute une série de problèmes et puis ne résout pas toute une série d'autres problèmes quand elle ne les résout pas, c'est l'intervention de l'État ou la planification qui doit les résoudre. » Le Plan finit par disparaître comme instance rivalisant avec l'information donnée par les prix de marchés.

⁷ Laurence Fontaine (2013) voit le marché comme émancipation progressive des sphères marchandes et de la société vis-à-vis du pouvoir politique. Elle ne bénéficie pas uniquement aux possédants mais la puissance publique doit autoriser, réguler les forces issues des lieux d'échange. Puissance politique et institution des marchés sont liées et les indices d'une séparation de ces deux entités sont précurseurs de crises ; on le voit chez Fernand Braudel (1985) ou Michel Aglietta (Aglietta et al., 1990).

Dans nos sociétés modernes, il y a le souverain où la Science et ses alertes comme force extérieure au marché peut encadrer et par-là même sauver le processus du capitalisme⁸, comme le firent la croyance en la prédestination des premiers protestants ou le Commissariat au Plan de l'immédiat après-guerre. Les alertes du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) jouent aujourd'hui ce rôle en montrant, avec une très forte probabilité, que les dérèglements climatiques sont bien imputables à l'activité humaine. Elles peuvent être, si la communauté internationale les prend au sérieux et si elle veut être cohérente avec ses propres proclamations depuis la conférence de Rio de 1992, la base sur laquelle fonder une « valeur commune » pour guider le commerce des promesses et, plus fondamentalement déclencher un mouvement qui embrasse le secteur public, l'ensemble du secteur privé, mais également les comportements des consommateurs et les préférences des citoyens. Elle doit donc toucher au cœur des institutions démocratiques, au cœur du souverain.

Vers la création d'actifs carbone

Supposons que les gouvernements s'accordent sur une valeur sociale du carbone non émis (VSC) et un volume de réduction d'émissions accessibles par des projets évitant des rejets de GES. On peut alors définir un nouvel actif réel, un *Climate Remediation Asset* (CRA). Les banques centrales pourraient alors ouvrir des lignes de crédits d'un montant égal au produit de la VSC et du volume de CRA ; elles en accepteraient le remboursement sous forme de certificats-carbone (CC) validés par une autorité similaire à celle du mécanisme de développement propre. Les banques pourraient accorder des crédits à des investissements bas carbone pour partie remboursables en CC et non en liquide, donc moins risqués et dont la profitabilité serait augmentée par un moindre service des intérêts. Des fonds d'investissement spécialisés pourraient alors émettre des obligations attractives pour des investisseurs institutionnels et les épargnants individuels.

À la fin du processus, les banques centrales transformeraient les certificats-carbone en des CRA inscrits à leur actif aux côtés de l'or et des devises. On n'aurait pas d'injection aveugle de liquidités ; la montée des réserves carbone serait corrélée à une production de richesse dûment contrôlée et on distrairait l'épargne privée des produits spéculatifs par le biais des produits financiers dédiés au climat bénéficiant d'une forte garantie.

Un tel système ne frappe pas le capital existant, contrairement à un prix du carbone, mais oriente les

⁸ Cette thèse est remarquablement développée par Jean-Pierre Dupuy (2012) à partir d'une formalisation du paradoxe de Newcomb.

choix pour la construction du capital futur. Ainsi, après une phase d'apprentissage, on pourra élever le niveau de la VSC bien plus rapidement que celui d'un prix du carbone, avec de moindres coûts de transaction. Un autre avantage est d'éviter les discussions sur les pénalités à infliger à un pays ne respectant pas des engagements légalement contraignants ; un tel pays serait simplement privé de l'accès aux financements disponibles au sein du système. Enfin, les États, par simple souci de bonne gestion des comptes publics, auront intérêt à lancer des politiques climatiques, y compris via des taxes carbone, pour renforcer l'attractivité des investissements bas carbone.

Conclusion

La monnaie est probablement l'institution qui résume le mieux les tensions inhérentes à toute société. Elle est le lieu qui rassemble les tensions entre crédeurs et débiteurs, riches et pauvres, rentiers et entrepreneurs, secteur public et secteur privé. Son évolution ne peut être séparée de la solution aux tensions environnementales, qui ne sont qu'une forme particulière de tensions sociales. La monnaie influe sur le comportement de l'ensemble des acteurs, traverse le système productif, affecte la consommation, les marchés et jusqu'aux choix les plus intimes des citoyens⁹. Elle est certes gérée dans d'autres instances que celle de la Convention climat. On pourrait donc penser qu'il y a un certain risque à encombrer le processus climatique de telles questions qui relèvent essentiellement de la gouvernance économique mondiale. Mais arguer du divorce institutionnel entre questions climatiques et financières pour justifier le divorce effectif des réflexions conjointes fait courir un risque bien plus grand encore : celui d'un processus de négociation qui d'accord *a minima* en accord *a minima* conduite *de facto* par la poursuite de la même approche dans les terres inconnues d'une hausse de 3 °C ou 4 °C des températures.

Références

Aglietta, M., Brender, A., Couder, V., 1990. *Globalisation financière : l'aventure obligée*, Paris, Economica.

- Aglietta, M., Orléan, A., 1998. *La Monnaie souveraine*, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta, M., Espagne, E., Perrissin Fabert, B., 2015. *A Proposal to Finance Low Carbon Investment in Europe*. Note d'Analyse de France Stratégie n° 24 (online: http://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/bat_notes_danalyse_n24_-_anglais_le_12_mars_17_h_45.pdf).
- Braudel, F., 1985. *La Dynamique du capitalisme*, Paris, Éditions Arthaud.
- Coase, R.H., 1960. The Problem of Social Cost, *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- Dupuy, J.-P., 2012. *L'Avenir de l'économie : sortir de l'écomystification*, Paris, Flammarion.
- EPE-CIRED, 2014, Transition to a Low-Carbon Society and Sustainable Economic Recovery, A Monetary-Based Financial Device (online: http://www.centre-cired.fr/IMG/pdf/concept_note.pdf).
- Fontaine, L., 2014. *Le Marché : histoire et usages d'une conquête sociale*, Paris, Gallimard.
- Hourcade, J.-C., 2000. Le climat est-il une marchandise ?, *Études*, 3933.
- Hourcade, J.-C., Perrissin Fabert, B., Rozenberg, J., 2012. Venturing into uncharted financial waters: An essay on climate-friendly finance, *International Environmental Agreements*, 12,165-186, doi: 10.1007/s10784.
- Keynes, J.M., 1936, *General Theory of Employment, Interest and Money*, New Delhi, Atlantic Publishers.
- Orléan, A., 2011, *L'Empire de la valeur : refonder l'économie*, Paris, Seuil.
- Pessis, C., Topçu, S., Bonneuil, C., 2013. *Une autre histoire des « Trente Glorieuses » : modernisation, contestations et pollutions dans la France d'après-guerre*, Paris, La Découverte.
- Pigou, A.C., 1920. *The Economics of Welfare*, London, MacMillan.
- Rajan, R., 2013. *Crise : au-delà de l'économie*, Paris, Éditions Le Pommier.
- Stoléru, L., 1990. Le plan renaissant, *Revue Politique et Parlementaire*, Numéro spécial « Une démocratie pour le troisième millénaire », 139-148.
- Summers, L., 2013. Why Stagnation Might Prove to Be the New Normal, *Financial Times*, December 15.
- Varoufakis, Y., 2015. Le minotaure planétaire ; l'ogre américain, la désunion européenne et le chaos mondial, Editions du Cercle.

⁹ Michel Aglietta et André Orléan décrivent de manière quasi essentialiste ces propriétés unificatrices de la monnaie (Aglietta et Orléan, 1998).