

Soumission au numéro spécial de la Revue Economique

La transition écologique: vers un changement de paradigme monétaire et financier

Les intermédiaires financiers publics : un nouveau modèle de financement pour la transition énergétique ?

Dominique Plihon & Sandra Rigot (Université Sorbonne Paris Nord, CEPN, Chaire Energie et Prospérité)

Résumé: (750 signes maximum)

Les intermédiaires financiers publics (IFP) jouent un rôle stratégique dans de nombreux pays pour leur capacité à financer des projets de taille importante, à maturité longue, générant des externalités positives. Cet article propose un cadre théorique pour fonder l'action des IFP qui va au-delà de leur justification habituelle en termes de défaillances du marché. Il présente une analyse historique et une typologie originale des IFP - absente de la littérature existante – qui révèle leur diversité et leurs avantages respectifs face à la transition énergétique. Enfin, il dresse un premier état des lieux des politiques d'investissement climatique des leaders européens. Celles-ci apparaissent tardives, opaques, inégales et insuffisantes.

JEL : Institutions financières, banques publiques, banques de développement, fonds souverains, stratégies d'investissement, actifs verts, transition énergétique, économie financière, politiques publiques

Public financial intermediaries: a new financing model for energy transition?

Abstract

Public Financial Intermediaries (PFIs) play a strategic role in many countries for their ability to finance large, long-term projects that generate positive externalities. This paper proposes a theoretical framework for the action of PFIs that goes beyond their usual justification in terms of market failures. It presents a historical analysis and an original typology of IFPs - absent from the existing literature - that reveals their diversity and their respective advantages in the face of the energy transition. Finally, it provides an initial overview of the climate investment policies of European leaders. These policies appear late, opaque, uneven and insufficient.

JEL: Financial Institutions, public banks, development banks, sovereign wealth funds, investment strategy, energy transition, green assets, financial economics, Public policies

INTRODUCTION

L'accord de Paris de 2015 sur le climat a innové en mettant en avant le rôle stratégique de la finance dans la lutte contre le changement climatique. Le système financier est confronté à deux défis, apporter les financements massifs requis par la transition, d'une part, et faire face aux risques financiers liés au dérèglement climatique, d'autre part. Des travaux récents ont montré que ces risques ont des caractéristiques particulières : ceux-ci sont systémiques, endogènes et relèvent de l'incertitude radicale. Dans ces conditions, les approches traditionnelles de la finance, fondées sur l'efficacité des marchés, apparaissent inadéquates. L'élaboration d'un nouveau paradigme financier est à l'agenda des économistes (Aglietta, 2019). Dans ce contexte, une adaptation du système financier apparaît nécessaire. Et l'une des questions posées est : quels acteurs financiers pour faire face à ces défis ?

Les limites actuelles du système financier ont amené certains économistes à mettre en avant les intermédiaires financiers publics (IFP) pour leur capacité à financer des projets de taille importante, à maturité longue, générant des externalités positives (Mazzucato, 2015). Investis par les pouvoirs publics de « missions » liées à la transition écologique, ces IFP peuvent-ils être des acteurs stratégiques du « verdissement » du système financier ?

Les IFP sont très divers, et présents dans de nombreux pays, à commencer par les pays émergents et en développement. Or la littérature économique les concernant est hétérogène et incomplète. Ils ne font pas l'objet d'une définition claire et consensuelle. Par ailleurs, les analyses se concentrent sur les banques publiques de développement, alors qu'il en existe une grande variété. Enfin, peu de travaux sont consacrés au rôle des IFP dans le cas précis de la transition vers une économie bas-carbone.

L'objet de cet article est de chercher à combler ces lacunes. Il comporte quatre parties. (1) Qui sont ces IFP et quel est leur rôle d'après la littérature ? On constate qu'il existe des points de vue contrastés, mais que les travaux récents convergent sur le constat que les fonctions des IFP vont au-delà de la correction des défaillances de marché. (2) Quel rôle les IFP ont-ils joué au cours des dernières décennies ? Le cas de l'Europe est étudié pour illustrer l'importance des IFP dans le processus de développement. (3) Comment classer et comparer ces acteurs ? Une typologie des IFP, élaborée selon une analyse multi-critères, est proposée pour la première fois. (4) Quelles sont les stratégies des IFP face à la transition énergétique ? Une analyse à partir des données existantes sur des IFP européens représentatifs dresse un premier bilan qui apparaît encore très limité.

I/ UNE LITTÉRATURE CLIVÉE ET CENTRÉE SUR LES BANQUES PUBLIQUES DE DÉVELOPPEMENT

Les économistes sont divisés sur la question générale des fondements de l'intervention publique dans le système financier. Par ailleurs, ils se sont principalement intéressés aux banques publiques de développement, alors qu'il existe une grande variété, mal répertoriée, d'IFP, comme on le verra plus loin.

1.1/ Le débat théorique sur les fondements de l'intervention publique

La théorie économique dominante explique et justifie l'intervention publique dans l'économie par les défaillances du marché. Selon cette approche, les marchés sont les plus efficaces dans l'allocation des ressources si deux conditions sont réunies : (1) il existe un ensemble complet de marchés ; (2) tous les consommateurs et producteurs se comportent de manière compétitive. Sous ces conditions, l'allocation des ressources par les marchés est "Pareto-optimale", c'est-à-dire qu'aucune autre répartition n'améliorera la situation d'un consommateur ou d'un producteur sans aggraver celle d'un autre. Les défaillances du marché se produisent lorsque ces deux conditions sont violées. En ce cas, l'allocation des ressources par les marchés est réputée inefficace et l'intervention publique peut alors être justifiée.

Dans ce cadre, la défaillance du marché n'est qu'une condition nécessaire mais non suffisante à l'intervention des pouvoirs publics. Celle-ci est justifiée si les gains de l'intervention l'emportent sur les coûts associés aux "défaillances du gouvernement". Il y aurait donc un compromis entre deux résultats inefficaces, l'un généré par le libre marché (défaillance du marché) et l'autre par l'intervention gouvernementale (défaillance du gouvernement). Différentes catégories de défaillances du marché peuvent être décrites, selon la source de la défaillance (et donc ce qui doit être "réparé"). Chacun de ces types de défaillances du marché peut être associé à une forme d'intervention publique.

Dans une note intitulée « *The role of the State in financial markets* », publiée en 1994 alors qu'il était économiste en chef de la Banque Mondiale, Stiglitz montre l'importance des échecs de marché dans les systèmes financiers, parmi lesquels les asymétries d'information et l'absence de marchés pour couvrir certains risques. Ce qui l'amène à conclure à la nécessité d'une intervention publique dont il dresse une taxonomie, dans laquelle figurent les interventions directes (contrôle du crédit et des changes), indirectes (règles prudentielles) et la création ou la prise de contrôle d'institutions financières publiques.

1.2/ La littérature empirique sur les banques publiques

La littérature s'est majoritairement concentrée sur les banques publiques, dans le cadre d'approches le plus souvent empiriques. Ces banques sont généralement définies comme des institutions financières dont les missions ne se résument pas à des services bancaires traditionnels mais concourent à la réalisation d'objectifs publics, et dont le capital peut être détenu conjointement par des actionnaires publics et privés.

Les économistes du courant dominant considèrent que les banques publiques peuvent améliorer le bien-être social dans la mesure où elles remédient aux défaillances des marchés financiers (Atkinson et Stiglitz, 2015).

Les travaux empiriques sur les banques publiques et l'implication des gouvernements dans le secteur bancaire aboutissent à des résultats controversés. Ainsi, les travaux de Porta et al. (2002) concluent que le degré de propriété publique dans les secteurs bancaires est négativement lié au développement financier et à la croissance économique, et positivement associé à l'instabilité financière. Mais Andrianova et al. (2009) remettent en question ces conclusions en montrant

que, une fois la qualité institutionnelle prise en compte, les résultats de La Porta et al. (2002) ne sont pas significatifs.

Par ailleurs, la plupart des études montrent que les prêts des banques publiques ont été moins sensibles au cycle économique que ceux des banques privées (Calderón, 2012 ; Cull et Martinez-Peria, 2012 ; Bertay et al., 2012 ; De Haas et al, 2012). Brei and Schclarek (2013) examinent les politiques de prêts des banques publiques et privées dont le siège se trouve en Europe et en Amérique latine au cours de la période 1994-2009. Ils aboutissent à des résultats robustes en faveur de l'hypothèse selon laquelle, en période de crise, les banques publiques jouent un rôle contra-cyclique et compensent la baisse des prêts des banques privées, dans leurs systèmes bancaires respectifs. De leur côté, La Torre, Gozzi, et Schmukler (2017) ont analysé l'expérience de l'Amérique latine, où l'État a traditionnellement joué un rôle central dans la fourniture l'accès au financement. Ils offrent des exemples de partenariats public-privé innovants au Brésil, au Chili et au Mexique, qui illustrent l'importance de l'État pour surmonter les problèmes de coordination et assurer un rôle de catalyseur dans le développement des services financiers.

De son côté, Griffith-Jones (2013, 2020), à partir d'études de cas dans un groupe représentatif de pays, aboutit à des résultats convergents et montre que les banques publiques jouent un double rôle. A court terme, ces acteurs financiers peuvent avoir un rôle important de stabilisation macroéconomique, pour atténuer l'instabilité et la procyclicité des marchés financiers, comme ce fut le cas lors de la crise financière internationale de 2007. A long terme, ces banques peuvent être les véhicules institutionnels des politiques publiques structurelles, en particulier dans les pays émergents et en développement, et pour la transition écologique, car elles apportent non seulement des financements à long terme, mais également de l'expertise pour construire les innovations et les savoirs.

Ce qui amène cette spécialiste des banques publiques à conclure, rejoignant très largement d'autres analyses (Mazuzucato, 2018), que ces acteurs ont quatre fonctions : (a) offrir une finance contra-cyclique, en particulier pour l'investissement ; (b) financer les biens publics ; (c) soutenir, à travers leur financement, une conception dynamique et stratégique de la croissance, en accompagnant les transformations structurelles et l'accumulation du savoir ; (d) jouer un rôle de catalyseur des financement privés en contribuant à la mobilisation les ressources financières massives requises pour les projets liés au développement économique

1.3/ La nécessité d'un cadre d'analyse adapté à la transition écologique

Peu de travaux théoriques et empiriques abordent la question du rôle des IFP face à la crise climatique et à la transition vers une économie faiblement carbonée. L'approche standard en termes de défaillances de marché apparaît inadaptée, car elle réduit la crise climatique à une externalité négative et repose sur l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers. Or la crise climatique conduit à un risque systémique global et à une situation d'incertitude, incompatibles avec l'efficacité des marchés. Il est donc essentiel de définir un paradigme théorique alternatif adapté à la crise climatique, afin de formuler les politiques susceptibles d'adapter le système

financier aux besoins de la transition). Dans ce système financier, les banques publiques ont un rôle stratégique à jouer (Aglietta & Espagne, 2016).

Le cadre théorique dominant de l'intermédiation financière ne permet pas de donner un véritable fondement analytique aux fonctions stratégiques des IFP dans le contexte de la crise climatique. Selon cette approche, le rôle des intermédiaires financiers est de réduire les imperfections qui font obstacle aux relations directes entre prêteurs et emprunteurs. Fondées sur la théorie de l'information, les analyses les plus répandues, expliquent l'existence des banques par la présence d'asymétries d'information (Stiglitz, 1981; Diamond et Dybvig, 1983). Or cette représentation théorique est trop réductrice.

Récemment, des économistes ont cherché à renouveler l'analyse théorique de l'intermédiation financière, en partant d'une critique du paradigme dominant des échecs de marché (Mazzucato, 2018). Ces approches hétérodoxes puisent leurs analyses dans les travaux précurseurs de Keynes (1936) sur la socialisation des investissements, Minsky (1992, 1993) sur le capital patient et les banques de développement communautaires, Polanyi (1944) sur les marchés façonnés et créés par l'État, enfin les études néo-schumpétériennes de Perez (2002) sur les changements de paradigmes techno-économiques.

Le caractère sous-optimal de l'allocation du capital n'est pas uniquement causé par des imperfections – notamment informationnelles – des marchés, mais provient surtout de leur caractère fondamentalement court-termiste et « aveugle » qui les empêche d'anticiper les changements économiques et sociétaux. Par leur logique, indépendante de celle des marchés, les IFP sont en mesure de neutraliser au moins partiellement les effets déstabilisants de la finance spéculative dont l'importance est grandissante à mesure que les économies capitalistes se développent, comme l'ont montré Keynes et Minsky. Le rôle des IFP ne se limite pas à « réparer » les marchés, elles contribuent également à façonner de nouveaux marchés, dans le but de favoriser l'innovation et de remédier aux effets de la financiarisation et du court-termisme des acteurs financiers. Par ailleurs, sur le modèle des « *community banks* » proposé par Minsky, les IFP ont la capacité d'apporter un soutien aux innovations des PME et aux actions locales destinées à édifier une société bas-carbone. En s'appuyant sur le modèle néo-schumpétérien, Mazzucatto défend l'idée que les banques publiques doivent mener des politiques orientées vers des « missions », visant à traiter des questions de société ou des défis (technologiques, écologiques et sociétaux).

Au total, cette vision élargie de l'intermédiation financière, qui puise ses racines dans les travaux précurseurs de Keynes, Minsky, Polanyi et Schumpeter, et qui va au-delà de l'approche standard en termes de défaillance des marchés, apporte un cadre théorique prometteur pour asseoir une approche renouvelée de l'intermédiation financière adaptée aux IFP et à leurs « missions » dans le contexte de la transition écologique.

II/ LE ROLE HISTORIQUE DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS PUBLICS DANS LES PAYS EUROPEENS

L'histoire économique des pays européens montre que les pouvoirs publics locaux et nationaux ont joué un rôle important aux différentes étapes de leur développement jusqu'à la période contemporaine. Ces derniers se sont souvent impliqués pour assurer le fonctionnement des systèmes bancaires, ce qui s'est en particulier traduit par la création de banques publiques.

La révolution industrielle, aux 18^e et 19^e siècles, a marqué une étape importante dans le développement des systèmes bancaires en Europe, avec l'émergence de plusieurs types d'acteurs. Ainsi, les premières banques universelles, telles que le Crédit Lyonnais en France, ont joué un rôle majeur dans la construction des réseaux ferrés. Par ailleurs, les Caisses d'épargne ont été créées par les autorités locales (politiques, religieuses, associatives), notamment en Allemagne, avec un fort ancrage territorial et public qui subsiste au 21^{ème} siècle. La France et l'Italie se sont dotées d'institutions financières publiques. Fondée en 1815, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a été chargée de gérer les dépôts collectés par les Caisses d'épargne et de garantir leur intégrité financière en investissant ceux-ci dans des titres de la dette publique. Créée en 1850 pour servir le royaume de Sardaigne, la Cassa Depositi e Prestiti (CDP), dont le capital est aujourd'hui détenu à hauteur de 80% par l'Etat italien, a été chargée de missions comparables à celles de la CDC.

La Grande Dépression des années 1930, et surtout la reconstruction qui a suivi la Seconde guerre mondiale, sont allées de pair avec une forte mobilisation des IFP. On peut distinguer trois phases depuis 1945. Au cours des trois décennies d'après-guerre, la plupart des systèmes financiers ont fait l'objet d'une étroite régulation publique, et une grande partie des acteurs bancaires et financiers étaient sous contrôle public. Les banques publiques se sont développées aux différentes échelles géographiques : c'est le cas de Banque mondiale pour reconstruction et le développement, fondée dans le cadre des Accords de Bretton Woods de 1944, et de la Banque européenne d'investissement (BEI) qui a vu le jour en 1958. La phase d'expansion et d'ouverture internationale qui a suivi la Seconde guerre mondiale a également donné lieu à la création de nouveaux IFP, tels que la Compagnie française d'assurance du commerce extérieur (Coface) et la *Oesterreichische Kontrollbank AG* (OeKB) en Autriche, fondées en 1946 pour assurer la promotion des exportations. En Allemagne, la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) a été créée en 1948 dans le cadre du Plan Marshall. Elle a également joué un rôle important dans la modernisation des landers de l'ex Allemagne de l'Est, après la chute du mur de Berlin en 1989. Avec un capital détenu à 80% par l'Etat et à 20% par les *länder*, la KfW est devenue la troisième banque allemande par la taille de son bilan et l'une des plus grandes banques publiques européennes. Ses activités se sont internationalisées vers l'Europe et les pays en développement.

Pendant la période d'après-guerre, la majorité des économistes considéraient que les IFP étaient performantes et utiles. Toutefois, certaines analyses ont mis l'accent sur la « répression financière » exercée par les pouvoirs publics, sous l'hypothèse que les marchés financiers libéralisés sont efficaces. Ce qui a inspiré les politiques de libéralisation financière menées à partir des années 1970, ouvrant une nouvelle phase.

Cette seconde phase est celle de la vague néolibérale, marquée par la libéralisation des systèmes financiers et par de nombreuses privatisations à partir des années 1980, particulièrement en France où la totalité du système bancaire français avait été nationalisé. Deux changements importants se sont produits. En premier lieu, un processus de financiarisation des banques, désormais gérées dans une logique actionnariale et d'optimisation du rendement des fonds propres à court terme. Les grandes banques deviennent des conglomérats financiers, au sein desquels les fonctions d'intermédiation traditionnelle régressent au profit des activités de finance. En second lieu, on assiste à un recul général des IFP. En France, toutes les banques et institutions financières publiques sont privatisées, à l'exception de la CDC. Le rôle des banques publiques qui subsistent est menacé par l'idéologie néolibérale de la Commission européenne qui cherche à limiter les aides publiques, au motif que celles-ci faussent la concurrence. Ce qui pose particulièrement problème à l'Allemagne, et à son système de garanties publiques données aux institutions de crédit (*Anstaltslast* and *Gewährträgerhaftung* Systems). Un accord a été signé en 2002 entre la Commission et le gouvernement allemand, qui fera jurisprudence dans l'Union européenne, fixant les domaines où l'intervention publique est autorisée, et concernant l'aide à certaines conditions aux PME et au financement des investissements « *environment friendly* ».

La crise financière de 2008, qui résulte des excès de la financiarisation des banques, d'une part, et les impératifs du financement de la transition écologique, d'autre part, ouvrent une troisième phase redonnant un rôle stratégique aux IFP. Face aux grandes banques, prisonnières de leur logique financière et court-termiste, les grandes institutions publiques européennes (KfW, CDC, CDP) apparaissent comme des investisseurs de long terme incontournables dans le cadre des objectifs de la transition. Le « *Green Deal Européen* » lancé par Ursula von der Leyen, présidente de la Commission européenne, en septembre 2019, prévoit explicitement de revoir les règles concernant les aides publiques et de donner un rôle important aux banques publiques européenne et nationales. La BEI s'affiche comme « la banque du climat » et projette de débloquer jusqu'à 1 000 milliards d'euros d'investissements dans l'action pour le climat et le développement durable au cours de la prochaine décennie. De son côté, Bpifrance prévoit de renforcer son action pour la transition vers une économie bas carbone, et de devenir « la banque du climat pour les entrepreneurs ».

L'ensemble des arguments économiques et historiques qui viennent d'être présentés plaide en faveur des IFP, comme piliers d'un nouveau modèle de financement à long terme. Mais, dans la réalité, les IFP sont d'une grande diversité et mal répertoriées. Et leurs politiques en direction de la transition écologique sont très récentes et encore peu explorées. Tenter de combler ces lacunes est l'objet des développements qui suivent.

III/ Typologie et panorama des intermédiaires financiers publics

En l'absence de définition universellement reconnue, la littérature utilise différents termes¹ pour désigner des acteurs qui ont comme point commun un actionnariat public. Toutefois, ces

¹ Institutions financières spécialisées/publiques/de développement, banques de développement nationales ou multilatérales, banques publiques

dénominations souffrent de plusieurs limites : certaines renvoient à des catégories plus englobantes qui se recoupent en partie ; d'autres sont fonction des aires géographiques, ce qui fait qu'on peut parler d'un même type d'institution avec des termes différents. Il en découle une littérature parcellaire et fragmentée qui empêche toute comparaison à l'échelle globale et traduit une absence de compréhension générale de ces acteurs : qui sont-ils ? Quelles institutions regroupent-ils ? Quelles différences entre eux et avec leurs homologues privés ? D'où la nécessité de dresser une typologie des IFP - absente de la littérature jusqu'ici - susceptible de refléter leur diversité. Cette première étape est un préalable à la constitution (en cours) d'une base de données.

Définir les IFP implique de recourir à une analyse multi-critères dont les principaux sont la propriété et le contrôle publics, l'existence de missions d'intérêt général, la nature des ressources et des instruments de financement et les types d'emprunteurs et de secteurs visés. Seule la combinaison des deux premiers critères correspond au plus petit dénominateur commun des IFP, que l'on peut alors définir comme tout type d'institution financière qu'au moins un Etat ou une collectivité publique possède et/ou contrôle avec un mandat légal explicite pour atteindre des objectifs socio-économiques plus ou moins larges dans une région ou un secteur. La prise en compte d'un troisième critère lié à la nature des instruments de financement permet de distinguer deux principales catégories d'IFP : les banques publiques qui octroient des crédits et les fonds d'investissement publics qui achètent des titres. Le tableau 1 présente les 7 catégories d'IFP (en colonnes) en fonction de 5 critères, présentés (en lignes).

Les fonds d'investissement publics² englobent les fonds de pension, les fonds souverains et les fonds de dotations universitaires. S'ils gèrent par capitalisation une épargne de long terme, ils se différencient par leurs objectifs d'investissement. Les fonds de pension publics (colonne 5) représentent la sous-catégorie la plus importante avec des encours de près de \$17,3 trillions (SWF Institute, 2019) pour les 100 plus gros fonds. Ils ont un mandat spécifique : financer la retraite des fonctionnaires. A l'inverse, les missions assignées aux fonds souverains (colonne 6), dont les ressources proviennent des revenus pétroliers ou d'excédents commerciaux, sont larges et s'étalent sur un horizon long, comme la protection contre l'épuisement des ressources naturelles et les fluctuations de prix ou de taux de change. Avec un poids de \$7,9 trillions fin 2018 pour les 89 principaux fonds (SWF Institute, 2019), ils correspondent à la deuxième grande catégorie d'investisseurs publics. Les fonds de dotation d'universités publiques (colonne 7), abondés par les dons d'anciens étudiants ont une mission spécifique : fournir des flux de revenus stables à un budget opérationnel pour les générations futures. Cela concerne essentiellement les universités anglo-saxonnes. Leur taille est très inférieure à celle des fonds privés comme Harvard, Stanford...

Les banques publiques (colonnes 1 à 4) sont réparties en quatre sous-catégories en fonction de la propriété et du degré d'influence³ de l'Etat, de la nature des missions et des emprunteurs ciblés. Les principales différences entre les banques multilatérales de développement (BMD)

² Par ailleurs, les fonds de réserves tels que ceux dédiés aux retraites (comme le FFR français), les fonds de stabilisation ou encore les fonds de solidarité font également partie de cette catégorie avec un mandat spécifique pouvant être limité dans le temps.

³ L'influence de l'Etat est faible si la participation se situe entre 5% et 20%. Si celle-ci est inférieure à 5%, on considère que c'est une entité privée.

(colonne 1) et les banques nationales de développement (BND) (colonne 2) portent sur la nature de l'actionnariat et leurs missions : les premières sont fondées par un groupe d'États qui en sont les actionnaires et ont des mandats très larges reflétant les politiques d'aide au développement et de coopération essentiellement dans les pays en voie de développement (PED); les secondes sont créées et détenues par un seul Etat avec des mandats larges ou spécifiques. En 2019, le poids des 19 plus grandes BND est estimé à \$4.5 tr. contre \$1,55 tr. pour les 11 plus grandes BMD. Créées à un échelon local (ville et un état américain) avec le mandat exclusif de faciliter l'investissement privé dans les infrastructures à faible émission de carbone et résistantes au climat, les banques d'investissement vert (colonne 3) constituent une nouvelle génération de banques publiques. Le top 13 représente environ \$7 billions (2015). Par ailleurs, il convient de mentionner une 4^e sous-catégorie, les banques commerciales sous contrôle public (colonne 4), qui sont les seules à collecter des dépôts. Leur poids a été réduit à une peau de chagrin car elles ont été progressivement privatisées durant la phase de libéralisation financière (en France : Société générale, Crédit lyonnais, BNP et CCF).

Ainsi les IFP ne constituent pas un groupe homogène d'institutions, à l'instar de leurs homologues privés. En fonction des données disponibles qui peuvent différer selon les sources considérées, on estime que les fonds d'investissement publics (environ \$25 trillions) ont un poids plus important que les banques publiques (près de \$6,5 trillions). De tels encours sont certes plus faibles que ceux des investisseurs institutionnels (\$90 tr.) et des grandes banques privées (\$95 trillions). Ils ne sont toutefois pas négligeables au regard des investissements nécessaires pour atteindre les objectifs de développement durable (ODD), estimés par l'OCDE à \$6,9 tr. par an d'ici à 2030 ; sans compter le rôle catalyseur des banques publiques auprès des investisseurs privés et de leur utilisation de l'effet de levier. On constate également une grande disparité géographique : les fonds d'investissement privés/publics et les banques privées sont l'apanage des pays développés tandis que les banques publiques se trouvent majoritairement dans ceux pays à revenus intermédiaires. Les pays développés financent les PED avec la Banque Mondiale ; dans le cas des BMD régionales⁴, le financement est réalisé au sein de la région considérée, regroupant des pays plus ou moins développés. Les BND sont plus nombreuses et plus présentes dans les pays à revenu intermédiaire que dans ceux à bas et hauts revenus (Banque Mondiale, 2013, 2017) et leur financement est essentiellement domestique. Les banques vertes ne concernent que les pays développés qui n'ont généralement pas de BND. Autre fait marquant, en raison de leur mandat contra-cyclique, de leurs structures de propriété et de la nature de leurs ressources, les banques publiques ne sont pas soumises au même cadre réglementaire que les banques commerciales en Europe (Lob et al. 2016). Il en va de même pour les fonds souverains et les fonds de dotation, soumis à un moindre niveau d'exigence réglementaire que les investisseurs institutionnels, à l'exception des fonds de pension publics.

Si l'on considère la lutte contre le changement climatique, on note que seules les banques publiques en font mention dans leurs missions, mais de manière inégale. Ainsi, les BMD ont plutôt des mandats larges donnant une priorité à la lutte contre la pauvreté, la faim, la santé, l'éducation, tout en prenant en compte l'urgence climatique de certains PED *via* la création du

⁴ African Development Bank, Asian Dev. Bank, European Bank for Reconstruction and Dev., Inter-American Dev. Bank

fonds climat dédiés comme le *Global Environment Facility* ou le *Climate Investment Fund* (2008). Certaines BMD en ont fait très récemment une priorité à l’instar de la BEI. Quant aux BND, certaines ont des mandats larges au sein desquels le climat est une priorité (cas de la KfW), tandis que d’autres ont des missions spécifiques comme le financement des infrastructures. Les banques vertes sont les seules à avoir un mandat exclusivement dédié à l’environnement mais leur domaine d’intervention est limité car elles sont essentiellement locales et de faible taille. Si les fonds d’investissement publics ne font pas mention du climat dans leurs missions, ils ont été progressivement incités à intégrer des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs décisions d’investissement, suite à des initiatives internationales (Principes de l’Équateur en 2003, les Principes pour l’Investissement Responsable en 2006, COP21 en 2015). De ce point de vue, l’Accord de Paris de 2015 marque un tournant décisif en édictant la nécessité de prendre en compte le changement climatique dans les activités financières afin de promouvoir un développement à faible intensité de carbone.

Par ailleurs, ces fonds ont un avantage par rapport aux banques commerciales et aux *mutual funds*. Financés par une épargne longue, ils n’ont pas de contrainte de liquidité et sont moins soumis à la pression des marchés pour se refinancer. Cela leur confère un avantage en théorie pour financer des projets environnementaux par essence de long terme. Tout l’enjeu pour ces acteurs est de réallouer leur portefeuille vers une trajectoire bas-carbone en intégrant des critères ESG dans les décisions de placements auprès de leurs gérants d’actifs internes ou externes via des mandats de gestion *ad hoc*. Pour les banques publiques, la contrainte de marché est indirecte car elles bénéficient de la garantie de l’Etat pour obtenir des ressources bon marché sur les marchés financiers. Mais leurs ressources traditionnelles peuvent se tarir à mesure que les gouvernements s’engagent dans des politiques de réduction des déficits budgétaires ou encore que l’aide extérieure diminue. Comme pour les fonds publics, tout l’enjeu est de donner la priorité aux projets qui contribuent à la réduction des émissions de GES, au détriment de ceux fondés sur les énergies fossiles. Cela implique que l’évaluation des investissements des IFP ne se fasse pas à l’aune exclusive de la performance financière. Ces banques peuvent d’autant plus prendre en compte les performances extra-financières qu’elles ne sont pas cotées, et donc pas soumises à la pression des actionnaires en termes de rentabilité. Par leur mandat, elles ne s’inscrivent pas dans une logique d’accumulation de bénéfices mais plutôt de réinvestissement pour soutenir de nouveaux programmes de financement. Il n’en va pas de même des fonds publics et des fonds de pension en particulier qui doivent maximiser les rendements, notamment pour respecter leurs devoirs fiduciaires.

Tableau 1 : Typologie des intermédiaires financiers publics

Intermédiaires financiers publics Critères de distinction	Banques publiques				Fonds d'investissement publics		
	Banques multilatérales de développement	Banques nationales de développement	Banques d'investissement vert	Banques commerciales nationales	Fonds de pension	Fonds souverains	Fonds de dotation universitaires
Propriété publique Gouv. national/local ...	Plusieurs états	Un état	Etat, Ville, région	Etat+ investisseurs privés	Un état (fédéral/local)	Un état	Un état
Contrôle public Degré de participation	Public à 100%	Public à 100%	Public à 100%	Public <50% influence faible	Public à 100%	Public à 100%	Public à 100%
Missions d'intérêt général Larges/Spécifiques	Larges : politiques d'aide au développement et de coopération (PED)	Larges et/ou spécifiques: infrastructure, éducation, environnement, PME...	Spécifiques : infrastructures low carbon	De moins en moins voire inexistante	Spécifiques : Financer retraites	Larges : dév. éco. stabilisation macro...	Spécifiques : Financer budget universitaire
Ressources Dépôts Titres	Titres émis sur marchés financiers, allocations budgétaires, aides ext.	Titres émis sur marchés financiers, allocations budgétaires	Recettes (taxe carbone), titres, allocations budg.	Dépôts bancaires, titres émis sur marchés financiers	Epargne LT contractuelle	Epargne LT	Epargne LT
Instr. de financement Prêts, titres, Garanties...	Prêts aux PED (0%) et aux PMA, garanties, dons, fonds	Prêts, titres, Garanties	Prêts, titres	Prêts, titres, garanties	Titres	Titres	Titres
Garanties de l'état Implicite/explicite	Explicite totale	Explicite/ implicite partielle	Implicite	Implicite	Implicite	Explicite	Implicite
Types d'emprunteurs ciblés (Etats +/- dév. /Firmes)	PED, PMA PT, PRI Etat, collectivité Entreprises privées	PRI, PMA, PD, PED, Etat, collectivité Entreprises privées	PD Etat, collectivité Entreprises privées	PD, PMA Etat, collectivité Entreprises privées	Portefeuille diversifié (+/-)	Portefeuille diversifié (+/-)	Portefeuille peu diversifié
Types de secteurs économiques financés / cibles	Plurisectoriel : Infrastructure et services économiques et services sociaux, secteur agricole Secteur des services	Uni /plurisectoriel : Agriculture, infrastructure Innovation, industrie PME, éducation, immobilier, Environnement	Plurisectoriel : infrastructures à faible émission de CO2 et résistantes au climat	Plurisectoriel	Plurisectoriel	Plurisectoriel	Plurisectoriel
Exigences de perf. fin/extra financière	Perf. financière et extra financière	Perf. financière et extra financière	Perf. financière et extra financière	Perf. financière exclusive	Perf. financière	Perf. financière	Perf. financière
Gouvernance Indépendance /Etat	Abs. d'indépendance	Abs. d'indépendance	Indépendance relative	Abs. indépendance	Abs. indép.	Abs. indép.	Abs. indép.
Exemples d'intermédiaires financiers publics (les plus importantes en taille)	World Bank Group (\$188.5 bil.) African Development Bank (\$33.8 bil.), Asian Dev. Bank (\$191.9 bil.), European Bank for Reconstruction and Dev. (\$67.7 bil.), Inter-American Dev. Bank (\$129.5 bil.), European Inv. Bank (\$606.5 bil.), Nordic Inv. Bank (NIB), Caribbean development bank (\$1.75 bil.) Top 11: \$1.55 tr. (2019)	China Dev. Bank (\$2.35 tr.), Shanghai Pudong Dev. Bank (\$842 mds), KfW (\$589 mds), Korea Dev. Bank (\$232 mds), Dev Bank of Japan (\$154 mds), Business Development Bank of Canada (\$17.5 bil.), Netherlands Development Finance Company, Industrial Bank of Kuwait, Bahrain Development Bank... Top 19: \$4.5 tr. (2019)	NY Green Bank (\$1 bil.), New Jersey Energy Resilience Bank, The Green Finance org. (Japan), Connecticut Green Bank, California CLEEN Center Top 13: \$7 mds 2015		Social Security Trust Funds (\$2,92 tr.), Gov. Pension Inv. Fund Japan (\$1,54 tr.), Military Retirement Fund (\$0,81 tr.)... Top 100: \$17.2 tr. (2019)	Norway Gov. Pension Fund (\$1,18 tr.), China Inv. Corp. (\$0,94 tr.), Abu Dhabi Inv. Authority (\$0,57 tr.), HK Monetary Authority Inv. Portfolio (\$0,53 tr.) Top 89: \$8.2 tr. (2019)	Univ. du Michigan (\$11 mds), Berkeley (\$1,8 mds), UCLA (\$2 mds), Univ de Caroline du Nord (\$3.67 mds.)...

Notes : Pays en développement (PED), pays moins avancés (PMA), pays à revenus intermédiaires (PRI), pays développés (PD), pays en transition (PT). Sources : Gallagher, Studart (2016) et Gallagher, Sklar (2017), SWF Institute (2019)

4. LES IFP EUROPEENS ET LA FINANCE VERTE : DES STRATEGIES RECENTES, DIVERSIFIEES ET INEGALES

Après avoir identifié les IFP et mis en exergue leurs avantages respectifs pour financer la transition énergétique, cette partie vise à dresser un état des lieux de leurs politiques d'investissement en matière climatique en se focalisant sur les leaders européens dans chaque catégorie : la BEI, la banque allemande KfW, le fonds souverain norvégien (GPFN), le fonds de pension néerlandais ABP et le fonds universitaire britannique d'Oxford. Ces acteurs sont-ils à la pointe de la finance verte ? Comment cela se traduit-il dans leurs objectifs et stratégies d'investissement ?

Le tableau 2, qui résume les principales caractéristiques de ces acteurs, révèle que le GPFN est le plus gros IFP européen - mais aussi mondial, devant le fonds chinois China Investment Corporation -, avec des encours de près \$1180 mds, suivi par la BEI (\$606 mds.), la KfW (\$589 mds.), ABP (\$456 mds.), le fonds britannique venant loin derrière (\$4 mds). Au regard de la lutte contre changement climatique, la KfW fait figure de modèle car elle a été l'une des premières banques publiques à s'engager, dès les années 1980, sur des ODD (Agenda 2030). Le GPFN est également considéré comme une référence en matière d'investissement responsable avec la mise en place dès 2004 d'un code éthique. L'intégration dans les décisions d'investissement de critères ESG et/ou d'exclusion est plus récente pour ABP et le fonds d'Oxford, ainsi que pour la BEI dont le virage écologique remonte à 2007 avec l'émission des premières obligations vertes au monde mais surtout à 2015, date de la publication de sa stratégie pour le climat.

En partant des données disponibles, on observe que les stratégies sont différentes au sein de ces IFP. Les banques publiques présentent des objectifs plus ou moins chiffrés tandis que les fonds publics privilégient des déclarations d'intention sur la mise en place de stratégies de décarbonation. Ainsi, la BEI s'est engagée à consacrer 25 % de ses investissements pour réduire et atténuer le changement climatique sur la période 2015-2020. La KfW a fixé un taux d'engagement environnemental d'environ 35 % du volume total des activités promotionnelles. Le fonds ABP a annoncé l'objectif de réduction d'empreinte carbone de son portefeuille à 30% (2015-2020).

Les banques publiques favorisent les investissements dans les actifs verts. De leur côté, les fonds publics suivent trois types de stratégies : aligner leur portefeuille sur le scénario 1,5°C (via l'exclusion et/ou la cession d'entreprises exposées au carbone), investir dans des actifs verts (énergies renouvelables, *green bonds*) et promouvoir l'engagement actionnarial (votes par procuration, résolutions d'actionnaires ou dialogue par le biais de réseaux d'investisseurs). L'engagement actionnarial vise à faire pression sur les firmes afin que celles-ci réaffectent leurs propres investissements vers les technologies à faible intensité de carbone, ou/et se défassent de certaines activités fortement carbonées. Ces différences entre banques et fonds publics s'expliquent par le fait que le portefeuille d'actifs de ces derniers est composé majoritairement

d'actions (voir tableau 2) alors que les prêts⁵ sont les instruments⁶ de financement privilégiés des banques.

Le Fonds norvégien a investi 0,9%⁷ de son portefeuille en actifs verts (\$10mds.) en 2017 (Prequin, 2018) et la valeur estimée de ses désinvestissements est de 2,1 \$mds sur la période 2015-2017 (Capapé et al, 2017) tout en affirmant faire de l'engagement actionnarial. ABP a privilégié en 2017 l'investissement vert à hauteur de 7,7 % de son portefeuille (\$35 mds) dont 1% en *green bonds* (Ocde, 2019) et le fonds d'Oxford est plutôt sur une stratégie actionnariale. Du côté des banques, si le montant des prêts annuels est sensiblement le même entre la BEI (€76,4 mds.) et la KfW (€77,3 mds), les prêts en faveur de l'action climatique de la BEI (€76 milliards entre 2015-2018) sont environ bien supérieurs à ceux de la KfW (€23,6 mds sur la période 2013-2018). Ces financements sont destinés à 90 % aux États membres de l'UE pour la BEI et 55% à l'Allemagne avec seulement 13% aux PED et pays émergents. Il en va de même pour le GPFN, ABP et Oxford dont les actifs sont investis à plus de 75% dans les pays développés occidentaux. Par ailleurs, la KfW est présente sur le marché des obligations vertes avec un volume total d'émission de €9,2 mds.⁸ en 2019 (Mazzucato, Macfarlane, 2018) contre €6.7 mds pour la BEI. Au total, si l'on compare les chiffres en valeur absolue, les fonds publics semblent être des acteurs plus engagés que les banques publiques dans la finance verte, principalement en raison de leur taille. Leur rôle ne doit donc pas être négligé dans le renforcement d'un modèle de financement de la transition bas carbone.

Des politiques ambivalentes et difficilement vérifiables

Toutefois, ces bons chiffres doivent être relativisés, car on observe que les pratiques d'investissement peuvent s'écarter des déclarations d'intention. Outre le fait que le GPFN soit un fonds qui tire ses revenus du pétrole, sa politique d'investissement responsable reste ambivalente car les autorités publiques norvégiennes ont décidé de poursuivre l'exploitation de gisements pétroliers, notamment dans l'Arctique. Par ailleurs, ce fonds détenait 37 milliards de dollars d'actifs dans le secteur du pétrole et du gaz fin 2018⁹. De plus, les cessions ne concernant que les compagnies pétrolières qui n'investissent pas dans les énergies renouvelables, les majors pétrolières comme Total, BP ou ExxonMobil sont épargnées. Une telle décision semble dictée par des considérations financières. De même, une étude menée pour des ONG environnementales¹⁰ révèle que les investissements d'ABP dans les combustibles fossiles ont augmenté passant de €14 milliards en 2015 à €16,5 milliards en 2018. ABP aurait doublé ses investissements dans Gazprom et triplé ceux dans Rosneft, des sociétés russes qui forent pour le pétrole et le gaz dans la région arctique et qui prévoient une expansion massive. Enfin,

⁵ Les prêts et de garanties accordés à des institutions bancaires à des taux préférentiels qui vont financer des entreprises.

⁶ Elles ont des participations dans des fonds dédiés au climat.

⁷ La proportion moyenne des fonds souverains est de 1% (Prequin special report: Sovereign wealth funds, 2018)

⁸ https://www.kfw.de/KfW-Group/Newsroom/Latest-News/News-Details_533056.html

⁹ Wakin N. (2019), « Le fonds souverain norvégien fait mine de sortir du pétrole », Le Monde, 22 mars

¹⁰ ENDS, Fossilvrij NL, Greenpeace Netherlands et urgewald. L'analyse est basée sur les recherches du cabinet de conseil Profundo. See <https://www.greenpeace.org/international/press-release/24377/worlds-5th-largest-pension-fund-abp-increases-fossil-fuel-investments/>

l'analyse indique que les émissions de CO2 de quatre catégories d'actifs (actions, obligations d'entreprises, obligations souveraines et immobilier) ont diminué de 9,6 % de 2015 à 2018 et non de 28% comme revendiqués par ABP.

S'agissant du fonds d'Oxford, il est impossible d'avoir une idée précise de ses investissements fossiles et non fossiles car il n'est tenu de divulguer que les investissements directs dans lesquels ils détiennent des actions d'une société spécifique. Or ceux-ci ont très faibles¹¹ par rapport à leurs placements indirects dans des fonds d'investissement et on estime que les indices boursiers sont plutôt situés sur une trajectoire carbone de 5°C (4,9°C) pour le MSCI Europe (World). Par ailleurs, le Fonds semble juger plus efficace l'engagement actionnarial à la stratégie de désinvestissement. Mais, dans la mesure où le Fonds fait appel à de gérants externes, sa capacité à participer directement aux initiatives des actionnaires est limitée. Le fonds préfère également mettre en avant son rôle de premier plan dans la lutte contre la menace du changement climatique par le biais de ses fonctions essentielles de recherche et d'éducation.

On retrouve ce comportement d'investissement ambivalent avec le secteur des énergies fossiles dans le cas de la BEI. Parallèlement à ses investissements verts, la banque a continué à prêter 13,5 mds d'euros à des activités liées aux combustibles fossiles (Bankwatch¹² 2019). En outre, avec environ 25 mds d'euros, le secteur des transports (avec des projets à forte intensité de carbone comme les aéroports et les autoroutes) a dominé le volume des prêts de 2015 à 2018, ce qui représente le même volume que l'efficacité énergétique et les énergies renouvelables réunies. De plus, les données sont rares sur les cessions dans les secteurs fossiles. Quant aux critiques à l'encontre de la KfW, elles portent sur son soutien à la promotion des exportations des entreprises allemandes au détriment du financement des autorités locales comme les municipalités. Ces dernières devraient être considérées comme prioritaires pour la décarbonisation et les efforts de transition juste (Democracy Collaborative¹³ 2014). En effet, les projets comme les transports, le développement économique local et les logements abordables sont souvent rentables sur des périodes beaucoup plus longues que celles exigées par les institutions financières traditionnelles et, ont par conséquent ont besoin du soutien des IFP.

Tableau 2 : Les IFP européens

¹¹ 1 % pour Harvard par exemple

¹² Bankwatch (2019): EIB Climate Action 2019. Briefing Paper. Available from <https://bankwatch.org/wp-content/uploads/2019/12/BW-EIB-Climate-Action-2019.pdf> Last access 09.03.2020.

¹³ Democracy Collaborative. 2014. What Is Community Wealth Building and Why Is It so Important? Democracy Collaborative. <https://community-wealth.org/content/what-community-wealth-building-andwhy-it-soimportant> (April 6, 2020).

Caractéristiques	Banques publiques européennes		Fonds d'investissement publics européens		
	European Investment Bank (EIB)	Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)	Stichting Pensioenfonds (ABP)	Government Pension Fund of Norway (GPFN)	Oxford University Endowment
Taille du bilan / Encours	606 milliards de dollars	589 milliards de dollars	456 milliards de dollars	1180 milliards de dollars	4 milliards de dollars
Propriété publique	27 pays de l'UE au prorata de leur poids éco	Etat fédéral (80%) + Länder (20%)	Pays-Bas (PB)	Norvège	Royaume-Uni (RU)
Missions d'intérêt général de long terme (énoncées dans la loi)	Cohésion éco. et sociale ; Fin. des PME/ ETI, infrastructures innovantes et stratégiques ; changement climatique (depuis 2007)	Changement climatique et env. Mondialisation Changement social	Financement de la retraite des fonctionnaires	Développement économique, stabilisation macroéconomique	Financement du budget universitaire
Ressources	Obligations à moyen et long terme	Obligations à moyen et long terme	Cotisations retraite	Revenus du pétrole et du gaz	Dons d'anciens étudiants
Financement	Prêts/garanties accordés à des banques, prises de participation Prêts annuels : 76,4 mds d'euros dont 90 % vers les États membres de l'UE Répartition par secteur du stock de prêts : 28% dans les transports: 15% dans l'énergie	Prêts, garanties, prises de participation Prêts annuels : 77.3 mds d'euros (2019) dont 43,4 à l'Allemagne (55%) et 10, 6 consacrés aux PED et PE (13.6%) dont 8,1 mds d'euros en faveur des entreprises dans l'efficacité énergétique/énergies renouvel. (EnR)	40% d'obligations 33% d'actions 10% d'immobilier 17% d'actifs alternatifs 93% investis hors des Pays-Bas. 4% dans le secteur énergie	70,8% d'actions 26,5% d'obligations 2,7% d'actifs immobiliers 70% sont investis en Amérique du Nord et en Europe, 20% en Asie et 10% dans les pays émergents	53% d'actions 22% de <i>private equity</i> 8% d'immobilier 8% cash et obligations 75% investis en EU, RU, US 2,2% dans l'énergie (dont 0,9 industries extractives)
Rendement annuel	2 mds d'euros de bénéfices (2018)	1,6 md de bénéfices (2018)	16,8 % (2019)	19,9% (2019)	9% (2019)
Objectifs d'inv. climatique (déclaration d'intention)	Consacrer 25 % des investissements pour lutter contre le changement climatique (réduction et atténuation) sur la période 2015-2020 puis 50% sur la période 2020-2025.	Objectifs ODD depuis les années 1980	Réduire de 30 % l'empreinte carbone du portefeuille (2015-2020) -alignement du portefeuille sur le scénario 1,5C -investissements verts	-alignement du portefeuille sur le scénario 1,5 (exclusion/ cession d'entreprises exposées au carbone) -investissements dans des actifs verts (EnR, green bonds) -engagement actionnarial	-réduction des émissions de GES sur le campus -alignement du portefeuille sur le scénario 1,5 ou 2C -engagement actionnarial
Processus d'investissement/climat	Critères d'exclusion / impacts négatifs environnementaux.	Critères ESG et critères d'exclusion / impacts négatifs environnementaux	Critères ESG	Critères ESG et critères d'exclusion Code éthique depuis 2004	Critères ESG
Stratégies de décarbonisation	Prêts en faveur de l'action climatique : 76 milliards d'euros (2015-2018). Prêts aux activités liées aux combustibles fossiles : 13,5 mds d'euros 2015-2018). Investissements dédiés à la lutte contre le changement climatique (2018) : 16,2 mds. d'euros dont 15.1 en mitigation (2.7 en efficacité énergétique 4.1 en EnR et 6 en low carbon transports et 1.1 en RDD/innovation	Investissement dans des projets liés au climat : 23,6 mds d'euros (2013-2018). Volume total d'obligations vertes : 14,5 mds d'euros (2018)	Investissements verts (2017): 7,7 % du portefeuille (35 mds \$) (Ocde, 2019) Investissements dans les combustibles fossiles sont passés de 14 milliards d'euros 16,5 milliards d'euros (2015-2018).	-Investissements verts (2017):0,9% du portefeuille (10 mds. \$) (Ocde, 2019) - Désinvestissements est de 2,1 milliards de dollars (Capapé et al, 2018)	
Nouveaux objectifs d'investissement responsable	La BEI devrait contribuer à hauteur de quelque 250 milliards d'euros au plan d'investissement européen Green Deal (2019) Suppression progressive du financement de nouveaux projets utilisant des combustibles fossiles à partir de 2021 Doublement de son objectif climatique, qui passe de 25 % actuellement à 50 % d'ici 2025. Cela signifie un investissement total de 1 000 milliards d'euros au cours de la prochaine décennie,		Objectifs chiffrés pour 2025 : Réduire de 40 % les émissions de CO2 du portefeuille par rapport à 2015 Investir 15 milliards d'euros dans l'énergie durable et abordable Investir 20 % du total des actifs dans les ODD		Pas d'objectifs chiffrés : Alignement de son portefeuille sur le scénario 1,5 ou 2C ou d'émissions de GES d'ici à 2050.

En fin de compte, il est difficile d'évaluer l'impact des politiques climatiques des IFP. En effet, s'agissant des banques publiques, celles-ci consistent souvent à déléguer les financements, en leur accordant des lignes de crédit, à des institutions financières ou à des banques privées intermédiaires pour financer les projets de petite et moyenne dimension effectués par des promoteurs du secteur privé ou public, comme le fait BEI. Pour les fonds publics, l'évaluation de leurs placements est rendue difficile car les indices boursiers de référence ne sont pas situés sur une trajectoire du scénario de 1,5°. En outre, si les fonds mettent en avant une stratégie de désinvestissement pour honorer leurs engagements, on observe une incertitude dans la prise en compte effective des critères ESG et leur hiérarchie par rapport aux critères financiers. Les informations disponibles ne permettent pas de savoir si des entreprises ont été exclues du portefeuille du fonds en raison du risque financier qu'elles présentent ou sur la base des lignes directrices éthiques. Il n'est pas possible d'écarter l'hypothèse selon laquelle la politique des fonds publics continue de se situer sur la trajectoire non durable du "*business as usual*" (Nilsen et al., 2019).

CONCLUSION

Cet article tente d'apporter des éléments d'analyse à la situation paradoxale dans laquelle se trouvent les IFP. D'un côté, en effet, il est reconnu que ces acteurs jouent un rôle stratégique, comme l'illustre l'expérience historique. Ce rôle est devenu essentiel face aux limites des systèmes bancaires et financiers révélées par la crise financière de 2007, et pour répondre aux défis de la crise climatique qui implique d'aligner les flux financiers sur le scénario bas carbone de 1.5° fixé par l'accord de Paris de 2015. Mais d'un autre côté, la littérature existante sur les IFP se caractérise par d'importantes lacunes que cet article cherche à identifier et à combler.

En premier lieu, le cadre théorique standard, qui limite le rôle des IFP à la réduction des échecs de marché, apparaît inadapté pour fonder les missions des IFP face à la transition énergétique. Les travaux précurseurs de Keynes, Schumpeter et Polanyi permettent d'édifier ce cadre théorique alternatif. En second lieu, la littérature s'est essentiellement concentrée sur les banques publiques de développement, alors qu'il existe une grande variété d'IFP. Une typologie des IFP est proposée sur la base d'une analyse multi-critères qui permet d'identifier les caractères spécifiques de sept types d'acteurs. L'analyse des stratégies d'investissement climatiques des IFP européens les plus importants révèlent que celles-ci demeurent tardives, inégales et ambivalentes. De plus, la mise en œuvre de leurs engagements est difficilement vérifiable en raison du caractère volontaire et facultatif, de la publication de ces informations, au cœur de la philosophie des recommandations de la TCFD.

Au final, il apparaît souhaitable que soient rendue obligatoire la publication d'informations chiffrées sur la mise en œuvre des objectifs climatiques, à commencer par les IFP, supposées jouer une fonction de *leadership*.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (dir.) [2019], *Capitalisme, le temps des ruptures*. Odile Jacob.
- AGLIETTA M. et ESPAGNE E. [2016], « Climate and Finance Systemic Risks, more than an Analogy », The Climate Fragility Hypothesis, WP Cepii.
- ANDRIANOVA, S., DEMETRIADES, P. et SHORTLAND, A., [2009], « Is government ownership of banks really harmful to growth? Discussion Papers in Economics No. 09/11, University of Leicester
- ATKINSON A. et STIGLITZ J. [2015], *Lectures on Public Economy*, Princeton University Press
- BERTAY, A.C., DEMIRGÜC-KUNT, A. et HUIZINGA, H., [2012], « Bank ownership and credit over the business cycle: Is lending by state banks less procyclical? », European Banking Center Discussion Paper No., 2012–2013.
- BREI, M. et SCHCLAREK A., [2013], « Public bank lending in times of crisis », Journal of Financial Stability, vol. 9, issue 4, p. 820-830
- CALDERÓN, C., [2012], « The cyclical behavior of public lending: international evidence from aggregate credit to the private sector ». Manuscript
- CAPAPÉ J. et SANTIVÁÑEZ M. [2020], « Sovereign Wealth Funds: Sustainable and active investors? The case of Norway ». https://sites.tufts.edu/sovereignet/files/2018/06/SustainableActiveInvestors_Capape.pdf
- CARNEY M. [2015], Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability, speech at Lloyd's of London, London, 29 September.
- CULL, R. et MARTINEZ-PERIA, M.S., [2012], « Bank ownership and lending patterns during the 2008–2009 financial crisis. Evidence from Eastern Europe and Latin America », Policy Research Working Paper Series 6195, World Bank.
- DIAMOND, D. et DYBVIK, D. [1983], “Financial intermediation and delegated monitoring”, Journal of Political Economy, vol. 91, n°3.
- GERSCHENKRON A. [1962], *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Belknap Press of Harvard University Press.
- GRIFFITH-JONES S., ATTRIGE S. et GOUETT M. [2020], « Securing climate finance through national development banks », Report, Overseas Development Institute.
- GRIFFITH-JONES, S. et TYSON, J. [2013], « The European Investment Bank: Lessons for developing countries », WIDER WP, 2013-19, UNU-WIDER, Helsinki
- KEYNES, J. M. [1936], *General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER, A., [2002], « Government ownership of banks », Journal of Finance, 57 (1), p. 265–301.
- LOB, H., J. SCHNEIDER-MAY et D. KAUFFMANN. [2016], « Regulation of Promotional Banks and Potential Impacts », Frankfurt: KfW Bankengruppe.

- MAZZUCATO M. [2015], « The Green Entrepreneurial State », Working Paper, Science Policy Research Unit, University of Sussex
- MAZZUCATO M., et L. MACFARLANE. [2018], « State Investment Banks and Patient Finance: An International Comparison », Institute for Innovation and Public Purpose, UCL London.
- MCKINNON, R. I. [1973], « Money and Capital in Economic Development », Washington, DC: Brookings Institute
- MINSKY, H. P. [1992], « The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions », Levy Institute WP Series, 72.
- MINSKY, H. P. [1993], « Community Development Banks: An Idea in Search of Substance », Hyman P. Minsky Archive, WP 278.
- NILSEN, H. RAPP, SJÅFJELL B. et RICHARDSON B. J., [2019], « The Norwegian Government Pension Fund Global. Risk Based versus Ethical Investments », Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Vol. 88, pp. 65–78; University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2019-59.
- PEREZ C. [2002], *Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages*, Edward Elgar, Cheltenham, UK
- PLIHON D. et RIGOT S. [2018], « Pourquoi manque-t-on d'investisseurs à long terme ? », Revue d'économie financière 2018/2 (N° 130), p. 113-128.
- POLANYI, K. [1944] 2001, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston, MA: Beacon Press.
- SCHMIT M., L. GHEERAERT, T. DENUIT et C. WARNY [2011], « Public Financial Institutions in Europe », European Association of Public Banks A.I.S.B.L.
- STIGLITZ J., [1994], « The Role of the State in Financial Markets », WP, World Bank <http://documents.worldbank.org/curated/en/239281468741290885/The-role-of-the-state-in-financial-markets>
- STIGLITZ, J. et WEISS, A. [1981], « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », The American Economic Review, 71 (3), p. 393-410.