

Swiss Finance Institute Roundups

Finance et transition écologique

Editorial



La transition vers une économie verte ne se résume plus seulement à un slogan politique. Elle est désormais devenue une priorité absolue pour le secteur privé, qui non seulement contribue à la transition écologique, mais est également transformé par celle-ci. Le secteur financier ne fait pas exception. De nouvelles opportunités se présentent en réaction aux nouvelles exigences des investisseurs. Mais de nouveaux risques se profilent également à l'horizon. Certains sont dus aux changements physiques que subit la planète, d'autres à la réglementation et d'autres encore à la transition écologique en elle-même. Ce SFI Roundup dresse un point de situation sur les récentes réflexions autour de la thématique de la finance et de la transition écologique. Des experts de l'industrie et du monde universitaire y abordent des sujets-clés, tels que l'interaction entre politiques gouvernementales et incitations du secteur privé, le rôle des banques centrales, et les défis et opportunités auxquels font face les banques et les gestionnaires d'actifs dans le cadre de cette transition verte.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.



Prof. François Degeorge
Managing Director

Contributeurs

**Claudia Bolli**

Claudia Bolli est responsable de l'investissement responsable chez Swiss Re et membre du groupe d'experts techniques sur la finance durable de la Commission européenne. Auparavant, Claudia Bolli a travaillé comme gestionnaire de portefeuille à la Bank Leumi et comme consultante en développement d'entreprise chez Credit Suisse. Elle est titulaire d'un MBA en banque et finance de l'Université de Zurich, ainsi que du Certificat d'Analyste Financier International (CIIA).

**Sabine Döbeli**

Sabine Döbeli est directrice générale de Swiss Sustainable Finance. Auparavant, Sabine Döbeli a travaillé chez Vontobel en tant que responsable des placements durables, où elle a coordonné la gestion de ces placements au niveau du groupe. À la Banque cantonale de Zurich, elle a mis sur pied l'unité de recherche sur la durabilité au sein du département d'analyse financière et a participé au lancement de divers produits d'investissement durable. Elle est titulaire d'un master en sciences de l'environnement de l'École polytechnique fédérale de Zurich.

**Philipp Krüger**

Philipp Krüger est titulaire d'une Senior Chair du SFI et est professeur associé de Finance Responsable à l'Université de Genève. Philipp Krüger intervient régulièrement dans les principales conférences financières du monde entier et ses recherches ont été publiées dans les meilleures revues universitaires. Ses principaux domaines de recherche sont la finance durable et responsable, la finance d'entreprise, la gouvernance d'entreprise et la finance comportementale. Il est titulaire d'un doctorat en économie de la Toulouse School of Economics.

**Steven Ongena**

Steven Ongena est titulaire d'une Senior Chair du SFI et est professeur de banque à l'Université de Zurich. Les articles de Steven Ongena ont été publiés dans des revues universitaires de premier plan dans les domaines de la finance et de l'économie. Il a reçu de nombreuses récompenses pour ses recherches et est consultant en recherche pour plusieurs banques centrales européennes. Ses travaux portent sur les domaines de l'intermédiation financière empirique et de l'économétrie financière appliquée. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de l'Oregon.

**Jean-Charles Rochet**

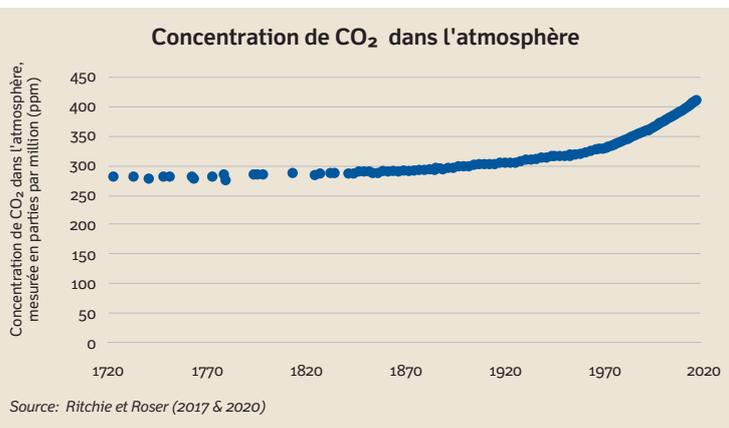
Jean-Charles Rochet est titulaire d'une Senior Chair du SFI et professeur de banque à l'Université de Genève. Avant de rejoindre la faculté de Genève, Jean-Charles Rochet a occupé une chaire à la Toulouse School of Economics et à l'Université de Zurich. Ses recherches portent sur les crises bancaires et la réglementation. Il est titulaire d'un doctorat en économie mathématique de l'Université Paris-Dauphine.

**Alexander F. Wagner**

Alexander F. Wagner est titulaire d'une Senior Chair du SFI et est professeur de finance à l'Université de Zurich. Les recherches d'Alexander Wagner ont été publiées dans des revues universitaires et professionnelles de premier plan. Ses recherches portent sur la finance et la gouvernance des entreprises et sur l'économie politique. Il a bâti son expérience pratique en tant que consultant indépendant pour l'un des Big Four et en tant que président d'une agence de conseil en vote (*proxy advisor*). Il est titulaire d'un doctorat en économie politique de l'Université de Harvard.

Faits et chiffres

La concentration de CO₂ et d'autres gaz à effet de serre (GES) dans l'atmosphère n'a cessé d'augmenter depuis la révolution industrielle. Comment ces émissions sont-elles mesurées au niveau des entreprises ?



P. Krüger: Les émissions de CO₂/GES au niveau d'une entreprise sont généralement mesurées à l'aide d'un système à trois niveaux. Les émissions de Scope 1 sont les émissions opérationnelles dont une entreprise est directement responsable. Les émissions de Scope 2 couvrent les émissions dont une entreprise est indirectement responsable, du fait de sa consommation d'énergie. Les émissions de Scope 3 comprennent toutes les émissions indirectes qui se produisent en amont et en aval de la chaîne de valeur d'une entreprise. Actuellement, l'accent est principalement mis sur les émissions des Scopes 1 et 2, car les entreprises disposent de données plus précises sur ces émissions et sont les plus à même de les influencer. En ce qui concerne les émissions de Scope 3, il est particulièrement difficile de quantifier les émissions qui ont lieu en aval de la production.

C. Bolli: Dans le processus de prise de décisions d'investissement, ce sont principalement les Scopes 1 et 2 qui sont utilisés pour comparer les entreprises au niveau de leurs émissions de CO₂/GES, en raison de la disponibilité des données. Les émissions de Scope 3 sont étroitement surveillées, mais, comme cela a été souligné plus haut, les données sont actuellement trop incohérentes et trop disséminées pour être utilisées dans les décisions d'investissement. Cela devrait changer dans un avenir proche, car les entreprises sont soumises à une pression accrue en ce qui concerne leur impact écologique mondial.

Comment comparer les émissions de CO₂ aux autres émissions de GES ?

P. Krüger: Il existe plusieurs types de gaz à effet de serre, tels que l'oxyde nitreux, le méthane et bien sûr le dioxyde de carbone. Pour pouvoir comparer ces diverses émissions, un système de conversion a été mis au point, qui utilise une tonne de CO₂ comme unité de référence. Cette unité de mesure est l'équivalent CO₂. L'équivalent CO₂ prend en compte le potentiel de réchauffement climatique de chaque gaz. Actuellement, par exemple, une tonne d'oxyde nitreux équivaut à plus de 200 tonnes de CO₂.

Quels sont les plus gros émetteurs de CO₂/GES au monde ?

P. Krüger: Cela dépend bien sûr du Scope utilisé, mais les plus gros émetteurs sont probablement les géants de l'énergie, comme Saudi Aramco, Gazprom ou ExxonMobil. D'une certaine manière, on pourrait dire que le secteur bancaire et financier est responsable d'un niveau élevé d'émissions de Scope 3, en raison du financement qu'il fournit à l'ensemble des entreprises. Après tout, toutes les entreprises ont recours aux services du secteur bancaire et financier. Evidemment, l'estimation de ces émissions de Scope 3 est complexe et repose sur des hypothèses, ainsi que sur diverses techniques de modélisation qui doivent encore être affinées.

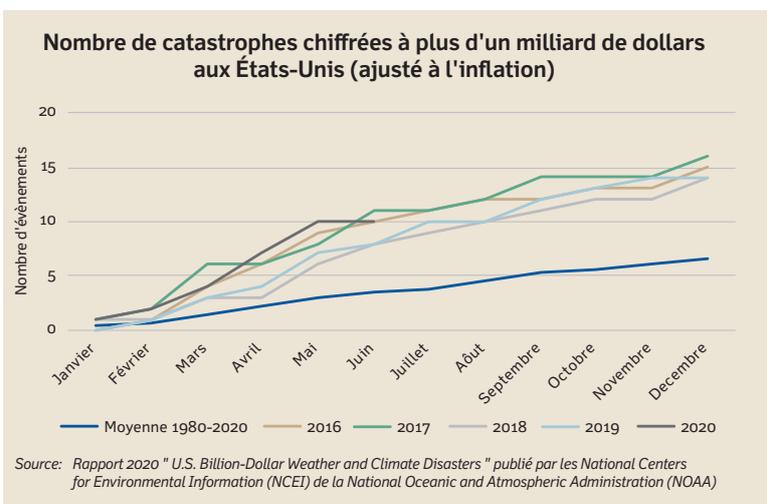
On assiste à une forte augmentation, voire une explosion, du nombre de catastrophes naturelles. Quelles sont les dernières estimations du coût du changement climatique et du réchauffement de la planète sur l'activité économique ?

J.-C. Rochet: Les chiffres fournis par les économistes concernant le coût du changement climatique ne représentent que la partie visible de l'iceberg. À mon avis, le problème essentiel est qu'il ne s'agit pas d'un débat classique coûts/bénéfices. En effet il faut s'attaquer aux problèmes du changement climatique, décarboniser l'économie et atteindre les objectifs fixés par la communauté scientifique. Nous devons donc nous concentrer sur la manière la plus efficace d'y parvenir, tout en prenant en compte explicitement les facteurs environnementaux et humains, et non seulement les facteurs économiques.

S. Ongena: Les estimations ont leur utilité, mais la crise actuelle du Covid-19 nous rappelle que les grands chocs sont complexes et que leur impact total est difficile à prévoir. Dans le cas du réchauffement climatique, il existe de très grandes zones d'incertitude, ainsi que d'importantes non-linéarités potentielles dans la manière dont le climat peut évoluer. Il est évident que le coût et l'impact du changement climatique seront lourds.

Malheureusement, les techniques de modélisation et les données dont nous disposons aujourd'hui ne permettront peut-être pas de fournir des prévisions complètes et solides sur les conséquences indirectes et souvent inattendues du changement climatique.

► **C. Bolli:** Dans le secteur de l'assurance, les risques physiques sont extrêmement importants. Par exemple, il est incontestable que la gravité des inondations et des tempêtes tropicales va s'accroître à l'avenir. Il est déjà possible de quantifier l'impact et l'emplacement de ces risques, sur la base des données existantes. Du point de vue d'un assureur, la diversification des risques et des lieux géographiques est essentielle pour rester compétitif. Il se peut qu'au cours des prochaines décennies, certains risques deviennent financièrement impossibles à couvrir et que, par conséquent, ils ne soient plus assurables, ou seulement dans le cadre de partenariats public-privé.



Le casse-tête climatique

Le domaine de la croissance durable a généré un vaste jargon. Que quantifient les mesures ESG (environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise) ?

► **P. Krüger:** Il y a en effet une riche terminologie utilisée dans le domaine de la finance verte, dont une série de concepts vaguement liés entre eux. Le concept ESG est devenu un terme générique dans le secteur financier. Historiquement, les critères ESG tentent de mesurer la qualité des politiques environnementales, sociales et de gouvernance d'une entreprise. Ils se concentrent sur les processus et les opérations d'une entreprise. L'origine des mesures ESG remonte à 2004, date à laquelle Kofi Annan avait envoyé un courrier aux principales institutions financières mondiales les enjoignant à mieux intégrer les questions ESG dans leur gestion financière et leurs investissements. La tendance actuelle consistant à établir le profil ESG d'une entreprise revient désormais beaucoup plus à quantifier l'impact environnemental et social des produits et services de l'entreprise. Elle représente donc en quelque sorte la partie située en aval du Scope 3 que nous avons évoqué ci-dessus.

Qu'en est-il des Principes pour l'Investissement Responsable (Principles for Responsible Investment - PRI) ?

► **C. Bolli:** Les PRI sont une initiative volontaire d'investisseurs lancée en 2006, la plus importante jamais formée, avec plus de 3'000 signataires représentant plus de 100'000 milliards de dollars d'actifs. Cette initiative se concentre sur la mise en pratique de six principes d'investissement. Les signataires des PRI sont tenus de produire chaque année un rapport sur leur approche et sur leurs investissements responsables et peuvent être exclus de l'initiative s'ils ne tiennent pas leurs engagements. Ce processus de reporting

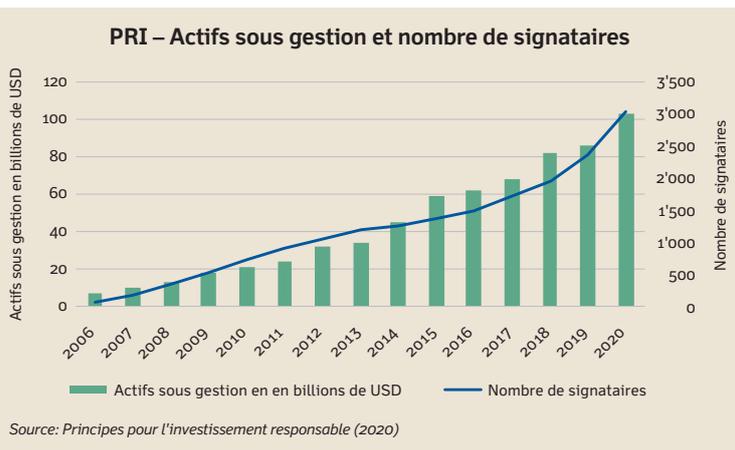
a généré quelques discussions en raison de son caractère un peu lourd. Un tel processus est toutefois bénéfique pour passer en revue les engagements pris et les progrès réalisés. Les PRI ont joué un rôle décisif en harmonisant la création de rapports d'entreprises en matière d'investissement responsable, rapports qui sont désormais comparables entre eux et transparents, dans un secteur où les normes internationales font encore défaut. La dimension de réseautage liée aux PRI est également très bénéfique.

► **S. Döbeli:** Les PRI ont contribué à accroître les investissements durables et à professionnaliser le débat. Le retour d'information que les entreprises obtiennent concernant le positionnement de leurs pairs incite clairement chaque secteur à aller de l'avant de manière collective. Les PRI sont de plus en plus incontournables pour les gestionnaires d'actifs, car ces principes contribuent à véhiculer les valeurs de la transition verte à travers le monde.

Qu'en est-il enfin des Objectifs de développement durable (Sustainable Development Goals – SDG) ?

► **P. Krüger:** Les Objectifs de développement durable sont un ensemble de 17 objectifs très vastes qui identifient les principaux défis environnementaux et sociaux auxquels le monde est confronté. Ces objectifs ont été fixés en 2015 par l'ONU et adoptés par l'Assemblée générale des Nations-Unies en 2017. Les objectifs SDG ont récemment suscité un grand intérêt de la part du secteur financier. D'une part, l'ampleur de ces objectifs en fait une classification souple pour les investisseurs financiers. D'autre part, ils mettent en évidence les défis de long-terme auxquels notre société est confrontée. Je pense que les SDG constituent un cadre intéressant à prendre en compte lors de la conception de produits financiers durables.

► **S. Döbeli:** Grâce à l'initiative des SDG, la communauté internationale est parvenue pour la première fois à s'accorder sur une définition de la durabilité. Les critères ESG, les PRI et les SDG fonctionnent tous à des niveaux différents et sont complémentaires. Pour simplifier, les critères ESG se concentrent sur le fonctionnement opérationnel d'un secteur d'activité, les PRI sur le rôle du secteur financier, tandis que les SDG fournissent un cadre stratégique général.



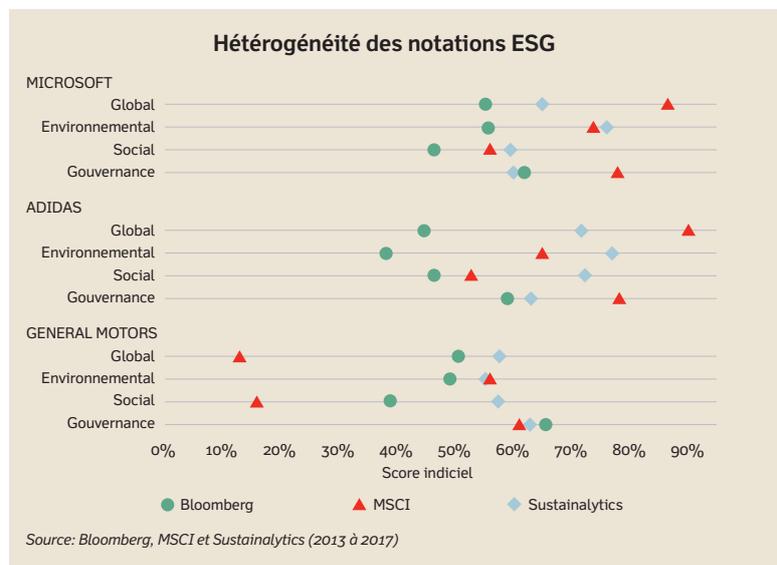
Ces types de mesures, en particulier les critères ESG, ont tendance à être très hétérogènes parmi les fournisseurs de données. Pourquoi en est-il ainsi ?

P. Krüger: Il est vrai que les mesures ESG provenant des différents fournisseurs de données peuvent fortement diverger. De manière générale, les utilisateurs de ces données se divisent en deux camps. Le premier camp estime que le désaccord n'est pas un problème important, car les critères ESG s'apparentent plutôt à des opinions, et il est toujours bon d'avoir une diversité d'opinions. Il est évident que les analystes financiers traditionnels émettent eux aussi différentes recommandations d'achat, de détention et de vente et ont des opinions différentes concernant le même titre. De tels désaccords n'ont jamais été considérés comme problématiques. L'autre camp soutient que, si le capital est aujourd'hui de plus en plus alloué sur la base des critères ESG, il devrait y avoir une certaine forme de convergence d'opinions. Des recherches récentes expliquent pourquoi les mesures ESG des fournisseurs de données diffèrent autant. Le problème est principalement dû aux divergences de mesures et aux divergences de Scope. Les divergences de mesures interviennent lorsque les fournisseurs de données mesurent le même attribut en utilisant différents indicateurs, tandis que les divergences de Scope se produisent lorsque le type et le nombre d'attributs utilisés pour générer une mesure diffèrent d'une entreprise à l'autre. Ces divergences sont donc liées aux méthodologies utilisées par les fournisseurs de données. A mon sens, cela accroît la nécessité d'une plus grande transparence concernant ces méthodologies. Une fois les méthodologies connues, il appartiendra aux investisseurs de déterminer quel fournisseur de données utilise l'approche qui correspond le mieux à leurs objectifs et à leurs visions.

De plus en plus d'entreprises et de services, ainsi que de produits de consommation et de produits financiers, sont désormais étiquetés "verts". Ne risque-t-on pas d'assister à une généralisation du phénomène de "greenwashing" (éco-blanchiment) ?

P. Krüger: Il est clair qu'il existe une tendance en ce sens. Pratiquement tous les établissements financiers surfent sur la tendance "verte". Mes recherches indiquent que 50 % des actions mondiales sont désormais détenues par des entreprises signataires du PRI, ce qui signifie que la finance verte ou durable n'est plus un créneau de niche. Il est évident qu'il existe un risque d'éco-blanchiment chez certains de ces investisseurs, mais les résultats ne laissent pas penser que ce phénomène soit généralisé. Certaines institutions financières joignent réellement le geste à la parole,

tandis que d'autres en font moins. Il est important d'accroître la transparence autour des mesures prises par ces institutions pour promouvoir la transition verte. Les PRI jouent un rôle important à cet égard en demandant aux signataires de rendre compte de leurs efforts pour mettre en œuvre les mesures ESG. Cependant, une intervention réglementaire serait probablement également utile. La France, par exemple, a introduit dans l'article 173 de sa loi sur la transition énergétique une obligation d'information des investisseurs concernant la manière dont ils intègrent les paramètres ESG dans leur prise de décision. Je pense qu'imposer de telles lois vers une meilleure transparence est utile pour lutter contre l'éco-blanchiment.



A. F. Wagner: Si l'on en prend en compte tous les points positifs associés aux entreprises perçues comme soucieuses de l'environnement, il convient en effet de se préoccuper du risque de "greenwashing". Une entreprise peut être labellisée "verte" de deux manières : en respectant réellement les normes, ou en faisant semblant de les respecter. Les labels verts, comme ceux utilisés dans le secteur alimentaire, ne signifient pas nécessairement que les produits et services soient meilleurs. Comme discuté précédemment, il est difficile de mesurer les émissions de GES, ce qui ouvre la voie à des déclarations trompeuses. L'Université de Zurich se livre chaque année à une évaluation des rapports d'entreprises suisses. Cette analyse révèle que de nombreuses entreprises suisses font la promotion de leurs actions en matière de développement durable dans de beaux rapports remplis d'images

positives, mais qu'elles se gardent bien de fournir des données concrètes sur leurs émissions actuelles de GES ou de détailler leurs stratégies à long terme.

► **S. Döbeli:** L'éco-blanchiment est devenu une allégation très répandue dans les discussions politiques et dans les médias. L'UE tente d'aborder ce sujet en catégorisant ce qui est vert et ce qui ne l'est pas. Mais cette approche ne résout pas le problème de l'investissement durable. Selon moi, il devrait y avoir des "nuances" de vert, qui permettraient de distinguer les produits et services qui investissent dans des solutions écologiques de ceux qui contribuent à un changement durable dans tous les secteurs. Pour que les consommateurs puissent faire des choix éclairés et intelligents, il est essentiel de fournir davantage d'informations concernant les différents types de produits.

► **C. Bolli:** Le phénomène de "greenwashing" est peut-être très répandu dans l'économie, mais le marché obligataire fait clairement figure d'exception ici. Des cadres de référence tels que celui érigé par les Green Bond Principles (principes des obligations vertes) édictés par l'International Capital Market Association (ICMA) fixent des exigences en termes de normes de transparence, de divulgation et de rapports. En tant qu'investisseur, nous utilisons ces normes pour passer en revue chaque année notre portefeuille d'obligations vertes et pour supprimer les investissements qui ne répondent plus aux critères que nous nous étions initialement fixés.

Une tonne de CO2 est actuellement vendue environ 25 euros dans le cadre du système " cap-and-trade " (plafonnement et d'échange de quotas d'émission) de l'UE. En tant que plus grand marché de plafonnement et d'échange de quotas de GES, ce système couvre environ 45 % des émissions de l'UE. Mais que reflète ce prix ?

► **J.-C. Rochet:** En fin de compte, le prix d'une tonne de CO2 dépend du nombre de permis attribués chaque année. Pour répondre à cette question, il faut donc déterminer si le nombre de permis délivrés est correct. Mon sentiment est que ce nombre est trop élevé et que les décideurs devraient suivre de plus près les recommandations de la communauté scientifique. Le défi de fond ici est que nous ne sommes pas seulement confrontés au problème habituel de la "tragédie des biens communs", semblable au cas bien connu du "dilemme du prisonnier", où la communauté internationale doit s'attaquer conjointement à un problème. Nous sommes également confrontés à un problème de "tragédie des horizons", dans lequel les générations futures ne sont pas représentées dans le processus décisionnel concernant le changement climatique. Je suis persuadé que la solution consiste à éduquer les citoyens afin qu'ils se soucient davantage de l'évolution de l'environnement et à les laisser exprimer leur changement de préférences auprès des entreprises et des décideurs politiques.

Gouvernements, instances de régulation et banques centrales

Onze des quinze plus grands émetteurs de CO₂/GES selon le Scope 3, responsables de plus du tiers de ce type d'émissions au niveau mondial, sont en mains étatiques. Qu'est-ce que cela nous dit sur la responsabilité des gouvernements ?

Existe-t-il un plan de transition adapté ?

► **J.-C. Rochet:** C'est une question délicate. Une solution pourrait être que ces entreprises étatiques deviennent cotées en bourse. Les sociétés cotées en bourse ont en général de meilleures structures de gouvernance que les entreprises d'État, car les ONG internationales et l'activisme actionnarial peuvent mieux contrôler le comportement des entreprises cotées en bourse.

► **A. F. Wagner:** Les progrès technologiques figurent parmi les principaux motifs d'espoirs pour faire évoluer cette situation. Les gouvernements de ces pays doivent être proactifs et utiliser leurs revenus passés et actuels pour investir dans la recherche-développement en matière d'énergie propre. Ce faisant, ils pourront diversifier leurs futures sources de revenus et servir leurs propres intérêts, ainsi que ceux de la planète.

Comment les gouvernements influencent-ils le comportement des entreprises en matière d'émissions carbone ?

► **S. Döbeli:** Les pouvoirs publics disposent à cet égard d'une large gamme d'outils. Tout d'abord, les lois et réglementations fournissent des indications claires sur ce qui est autorisé ou non. Deuxièmement, la tarification du carbone dans le cadre du système de plafonnement et d'échange de quotas d'émission peut inciter les entreprises à adopter progressivement des stratégies plus appropriées. Troisièmement, des accords peuvent être conclus avec différents secteurs, comme cela a été fait en Suisse avec l'Agence de l'énergie pour l'économie, qui aide les entreprises à réduire leurs émissions de CO₂.

► **P. Krüger:** La majorité des gouvernements ont ciblé directement les émissions, en utilisant des mesures réglementaires, comme les taxes carbonées ou le système de plafonnement et d'échange. À mon avis, il existe un levier politique encore peu utilisé, mais qui pourrait être avantageux : il s'agit d'exiger des entreprises qu'elles deviennent plus transparentes concernant leurs émissions de GES. En d'autres termes, les gouvernements pourraient obliger les entreprises à divulguer leurs niveaux d'émissions dans les rapports financiers qu'elles soumettent à leurs autorités de régulation. Mes récentes recherches analysant l'introduction au Royaume-Uni d'une telle obligation d'information et de transparence montrent que les entreprises ont réduit leurs émissions de GES grâce à ces exigences

de divulgation. Une telle réglementation serait également très utile aux investisseurs institutionnels, qui ont de plus en plus besoin de données sur les niveaux de carbone dans le cadre de leurs prises de décisions.

Y a-t-il des exemples d'interventions des pouvoirs publics visant à limiter les émissions de GES/ CO₂ en Suisse ?

► **S. Döbeli:** En 1990, la Confédération s'est engagée à réduire de 20 % les émissions de GES/ CO₂ de la Suisse avant 2020. Les données de 2018 montrent une diminution de 33 % des émissions dues au chauffage des bâtiments depuis lors, ce qui montre que l'augmentation progressive des taxes sur le mazout a bien fonctionné. Les mêmes données ne font état d'aucune réduction dans le secteur des transports, car le programme comprenait trop d'exceptions. Cela montre que des lois bien calibrées peuvent être efficaces, tandis que les approches comportant trop de clauses échappatoires sont vouées à l'échec.

La crise du Covid-19 constitue-t-elle notre meilleure chance de rendre le monde plus soucieux de l'écologie ?

► **S. Ongena:** Nous traversons clairement une période de transition. La situation à laquelle nous avons été confrontés au début de l'année était complexe et le temps de réaction impartit était certes limité, mais je pense qu'il aurait été plus efficace pour les décideurs politiques de distribuer les fonds en communiquant un ensemble de réglementations sur la manière de les dépenser et de les investir, au lieu de distribuer l'argent d'abord et d'introduire les règles plus tard.

► **S. Döbeli:** Toute crise comporte un élément perturbateur qui nous oblige à repenser nos processus. Il faut espérer que la situation actuelle nous poussera à agir rapidement en matière de changement climatique. Cela dit, la crise du Covid-19 entraîne des restrictions budgétaires dans de nombreux secteurs, ce qui, du moins dans certains pays, ralentira l'adoption de législations en faveur de l'environnement.

Quelle est l'attitude actuelle des banques centrales vis-à-vis de la transition verte ? Et comment devraient-elles se comporter ?

► **J.-C. Rochet:** Dans le cas de la Suisse, imposer un programme politique à la Banque nationale suisse, dont la mission principale est d'assurer la stabilité des prix, pourrait ouvrir une boîte de Pandore sur la manière dont est déterminé ce qui est écologique et ce qui ne l'est pas. Le cas de la Zone euro diffère

considérablement de celui de la Suisse, car la Banque centrale européenne (BCE) est non seulement chargée de maintenir la stabilité des prix, mais aussi de superviser la robustesse du système bancaire européen. La BCE pourrait donc, dans le cadre de ce rôle de supervision, détourner les acteurs financiers des investissements à forte intensité de carbone en ajustant les pondérations de risque pour refléter la menace réelle que représentent les risques physiques et politiques liés au climat.

► **S. Döbeli:** C'est une question difficile, car les banques centrales sont clairement de très grands acteurs financiers. Il serait donc malvenu qu'elles ne jouent pas un rôle important dans cette transition globale. Mais en même temps, ces banques centrales ont toutes des mandats très différents. Je pense que les spécificités de leurs rôles dépendent de la mission de chaque banque. Néanmoins, grâce à leur "Network on Greening the Financial System (NGFS)", les banques centrales coopèrent à l'élaboration d'une approche commune pour lutter contre le changement climatique. Elles développent également des outils pour soutenir les actions gouvernementales pendant la transition verte.

► **P. Krüger:** C'est une question importante, qui est actuellement peu étudiée. Nous n'avons pas une suffisamment bonne compréhension théorique de cette question afin de savoir si et comment une banque centrale doit soutenir la transition verte. Certes, les différents mandats des banques pourraient restreindre leur champ d'intervention, mais il est évident que certaines banques centrales explorent de nouvelles options. Il est intéressant de voir ce qui se passe en Asie. Par exemple, la Banque populaire de Chine (PBOC) accepte les obligations vertes comme garantie dans les opérations de liquidité. La PBOC expérimente également la possibilité d'exiger des fonds propres réglementaires moins élevés pour les banques dont les portefeuilles de prêts sont plus écologiques. Je pense qu'il faut redoubler d'efforts en la matière. Beaucoup d'actions en matière de finance verte ou durable se concentrent aujourd'hui, ou se sont concentrées dans le passé, sur les marchés secondaires, principalement sur les actions et les obligations. Mais l'impact réel d'une institution financière se situe au niveau de ses activités de prêt, qui dépendent fortement des actions des banques centrales.



Les entreprises

Quel est l'impact des mesures de durabilité sur le rendement des actions ?

► **P. Krüger:** Bien que la littérature financière fasse état d'une corrélation positive entre les mesures ESG et la performance financière, on sait peu de choses sur les mécanismes exacts via lesquels cette corrélation se produit. Dans un article récent, je démontre qu'une partie de la surperformance récente est due à l'intérêt accru des investisseurs pour l'investissement durable, qui exerce une pression positive sur les prix des actions affichant de bons scores en matière d'ESG. Toutefois, ces conclusions impliquent également que les entreprises ayant des scores ESG élevés pourraient être surévaluées et obtiendront des rendements plus faibles à l'avenir. Dans un autre article, je constate que les entreprises plus durables, et celles qui opèrent dans des secteurs plus durables, paient généralement des salaires inférieurs de 10 à 20 %, ce qui pourrait également justifier cette corrélation positive entre la durabilité et les performances de l'entreprise. Cet "écart salarial de durabilité" est plus prononcé pour les travailleurs hautement qualifiés et s'accroît avec le temps. Cet écart suggère que les entreprises respectueuses de l'environnement peuvent embaucher des travailleurs qualifiés à des conditions avantageuses, ce qui se traduit par une surperformance financière.

Les entreprises peuvent choisir de compenser leurs émissions. Dans quelle mesure ces systèmes de compensation couvrent-ils les dommages causés ?

► **S. Ongena:** La compensation semble être une solution attractive, mais des recherches supplémentaires doivent être menées sur l'impact réel de ces initiatives sur l'environnement. La composante morale de l'acte de compensation des émissions est néanmoins très importante, car elle permet aux gens d'exprimer leurs préférences. Reste à espérer que ces préférences pousseront à leur tour les instances de régulation à traiter les externalités environnementales négatives de manière plus permanente et plus généralisée.

► **C. Bolli:** Si vous devez choisir entre compenser ou ne rien faire, alors la compensation est évidemment préférable. Mais il est nettement préférable d'éviter de causer des dommages environnementaux plutôt que de devoir les compenser.

Les entreprises et les gouvernements pourraient-ils aujourd'hui être tenus responsables des dommages causés par les émissions de CO₂/GES ?

► **J.-C. Rochet:** Il est possible de tenir les entreprises et les gouvernements responsables d'une pollution locale, comme dans le cas de dommages causés par un déversement de produits toxiques dans une rivière, car il est facile de déterminer qui a causé les dommages et d'en évaluer l'ampleur. Dans le cas des émissions de CO₂/GES, la situation est beaucoup plus complexe, en raison du nombre d'émetteurs, du fait que ces émissions circulent librement et que les dommages qu'elles causent mettent du temps à se matérialiser. La combinaison de ces facteurs signifie que notre cadre juridique ne peut pas être aussi efficace que nous le souhaiterions. Le moyen le plus efficace de sortir du système actuel à forte intensité de carbone est d'éduquer les gens afin qu'ils orientent leurs valeurs et leurs préférences vers un monde plus durable.

► **A. F. Wagner:** La manière classique de résoudre un problème d'externalités négatives consiste à attribuer des droits de propriété, car ceux-ci permettent de clarifier qui doit indemniser qui. C'est précisément ce que fait le système de plafonnement et d'échange de droits d'émission. Un autre aspect lié à la discipline de marché est que la société dans son ensemble, tout comme les marchés financiers, valorisent les entreprises responsables.

► **P. Krüger:** Je pense qu'un tel principe de responsabilité pourrait être appliqué à l'avenir. Il pourrait également s'appliquer aux créanciers. Le principe de la responsabilité des créanciers en matière environnementale existe d'ailleurs aux États-Unis depuis les années 1980. Sous certaines circonstances, les créanciers peuvent être tenus responsables des dommages causés à l'environnement par leurs débiteurs. Dans le cas des émissions de carbone, une condition préalable importante serait que les émissions soient précisément mesurées et comptabilisées. Mais une fois que nous disposerons des informations essentielles concernant les émissions des entreprises, nous pourrions envisager de prendre des mesures pour l'avenir. Cela représente un risque pour les créanciers, d'autant plus lorsque l'on considère que les dirigeants politiques de demain prennent très au sérieux la nécessité de réduire l'impact humain sur le changement climatique.

La divulgation obligatoire des émissions de CO₂/GES des entreprises réduirait-elle ces émissions et une telle obligation d'information porterait-elle préjudice au monde des entreprises ?

► **C. Bolli:** Du point de vue d'un investisseur, la divulgation des émissions de carbone des entreprises est très importante. Nous surveillons l'empreinte carbone de nos investissements, analysons les risques sous-jacents et prenons en compte ces critères dans notre processus d'investissement. Bien que le processus d'information sur les coûts climatiques soit onéreux, en particulier pour les petites et moyennes entreprises, les investisseurs ont tendance à considérer que toute information est bonne à prendre et que toute absence d'information est un mauvais signal.

Quelle est la meilleure ligne de conduite que les actionnaires existants devraient adopter concernant la transition verte ?

► **S. Döbeli:** Les investisseurs ont à leur disposition un vaste éventail de stratégies, qui peuvent également être combinées entre elles. Tout d'abord, ils peuvent nouer un dialogue avec la direction d'une entreprise. Si cette stratégie ne donne pas de résultats tangibles, ils peuvent se défaire d'une entreprise qui refuse d'agir en matière de protection du climat et investir dans une entreprise plus active. Les investisseurs ayant des points de vue similaires devraient également envisager de s'associer, car aucun investisseur n'a aujourd'hui, à lui seul, la capacité de modifier le comportement des grandes entreprises.

► **P. Krüger:** Je pense qu'il est important que les actionnaires soient des "propriétaires actifs". Ils devraient exercer leurs droits d'actionnaires et faire preuve d'un engagement actif pour faire avancer les questions de durabilité au sein des entreprises de leur portefeuille. Cela est particulièrement important sur les marchés boursiers actuels, où une quantité de plus en plus importante d'actifs est gérée de manière passive. Souvent, les investisseurs passifs sont restreints dans leur capacité à se désengager d'une entreprise, ce qui rend leur engagement encore plus important.



Les banques et le secteur financier

Quel est le rôle du secteur financier dans la transition verte ? En est-il l'acteur principal ou un simple messenger ?

► **S. Döbeli:** La réponse se situe entre les deux, car les banques et les investisseurs ont tous deux un rôle à jouer et doivent donc collaborer. Le secteur bancaire joue un rôle de messenger important, notamment lorsqu'il s'agit d'informer les investisseurs de l'empreinte carbone de leurs investissements. Les investisseurs doivent faire bon usage des informations disponibles, mais ils doivent aussi continuer à exiger des informations plus complètes et plus pertinentes.

► **A. F. Wagner:** Le secteur financier est clairement un acteur important dans le processus de la transition verte. Je pense qu'il peut nous guider dans la bonne direction. Mais la décision d'aller de l'avant appartient toujours au monde réel : tout le monde, y compris les décideurs des entreprises, doit décider s'il souhaite ou non faire sa propre transition écologique.

► **P. Krüger:** Je pense que les banques jouent un rôle crucial dans la transition écologique. Les banques et le secteur financier dans son ensemble ont trop concentré leur attention sur l'intégration des questions de durabilité sur les marchés secondaires. Je suis persuadé que le véritable impact des banques, en termes de durabilité, se situe au niveau de leurs activités de prêt. Après tout, sans prêt bancaire, il n'y a pas d'activité économique. Il est temps pour les banques d'assumer leurs responsabilités et de faciliter la transition verte via leur stratégie d'octroi de prêts.

Qui soutient actuellement les entreprises à forte intensité de carbone ?

► **S. Ongena:** Des recherches récentes suggèrent que le coût du capital de certaines entreprises à forte intensité de carbone a augmenté ces dernières années, ce qui les a poussées hors du marché des capitaux et dans le marché des prêts des banques. Ces résultats signifient que certaines grandes banques internationales tirent profit de l'environnement réglementaire actuel et s'empressent de soutenir l'industrie du carbone, au moment même où le marché obligataire commence à s'en défaire.

► **A. F. Wagner:** Les banques doivent être prudentes lorsqu'elles intègrent dans leur portefeuille de financement des prêts aux entreprises à forte intensité de carbone. De plus en plus, les investisseurs en capital doivent également tenir compte du risque implicite qu'ils prennent en optant pour des investissements à forte intensité de carbone. Cependant, à l'heure actuelle, il y a encore des investisseurs qui sont à l'aise avec le niveau de risque et avec la rétribution de ce risque.

Quelle est l'ampleur du problème posé par la bulle de carbone ?

► **S. Ongena:** La plupart des grandes entreprises du secteur de l'énergie sont déjà à la recherche de solutions durables pour se diversifier en se désengageant progressivement de leurs activités à forte intensité de carbone. Ces entreprises ont généralement les poches bien remplies et ont historiquement compté sur la recherche-développement pour prospérer, ce qui laisse penser qu'elles disposent des ressources nécessaires pour orienter leurs activités vers des activités plus écologiques. Mais la réalité démontre qu'elles sont par ailleurs fortement incitées à repousser à plus tard leur transition écologique et à exploiter davantage les champs de pétrole, de gaz et de charbon dans lesquels elles ont investi des montants importants dans le passé.

► **C. Bolli:** Les obligations et les entreprises fonctionnent sur la base d'horizons temporels différents. Les entreprises énergétiques à forte intensité de carbone seront très probablement en mesure de rembourser et de renouveler leurs obligations dans les prochaines années, mais cela ne signifie pas que ces mêmes entreprises existeront dans 50 ans.

Quelle serait l'efficacité d'une solution fondée sur une tarification appropriée du carbone et des permis d'émission négociables ?

► **J.-C. Rochet:** Cette solution constitue clairement l'élément clé de la transition verte. Mais pour qu'elle puisse être mise en œuvre, deux conditions principales doivent être réunies : le nombre de permis doit être fixé correctement et l'ensemble de la communauté internationale doit fonctionner sur la base d'un même ensemble de règles. Je ne pense malheureusement pas que l'une ou l'autre de ces conditions soit atteignable de sitôt.



► **S. Ongena:** Je suis d'avis que le nombre actuel de permis ne reflète pas correctement ce qui doit être fait pour sauver la planète. Cela se reflète dans les prix quasi nuls de ces permis, que nous avons observé durant de nombreuses années.

► **S. Döbeli:** Le nombre de permis est clairement trop élevé et le prix actuel d'une tonne de CO₂ ne correspond pas à ce qu'il devrait être. Il est cependant intéressant de noter que de plus en plus de fonds spéculatifs et de négociants en énergie misent sur une hausse des prix du carbone, car ils s'attendent à un durcissement du cadre réglementaire. Les prix n'ont pas encore atteint le seuil de 100 euros par tonne, qui représente à mon avis le niveau auquel ils devraient se situer, mais ils sont passés de moins de 10 euros par tonne il y a trois ans à environ 25 euros par tonne à la mi-septembre 2020.

Existe-t-il une surabondance de financement pour trop peu d'opportunités durables, et cela pose-t-il un risque ?

► **S. Ongena:** C'est une question délicate. La réponse dépendra notamment de l'horizon d'investissement envisagé. Les banques commerciales ont généralement un horizon d'investissement de quelques années et revoient leurs stratégies de portefeuille à intervalles réguliers. Les banques d'investissement ont tendance à détenir beaucoup plus de placements à long terme, ce qui s'accompagne d'un risque accru en termes de durée et d'illiquidité. Les banques et les investisseurs doivent en être conscients.

► **C. Bolli:** Des recherches empiriques suggèrent que les entreprises ayant des notations ESG plus élevées ont tendance à fournir des rendements ajustés au risque plus élevés, en particulier en période de volatilité des marchés. Il appartient donc aux acteurs financiers de décider s'ils croient ou non aux avantages que peuvent apporter les investissements ESG. Notre portefeuille d'investissement confirme ces résultats, comme nous l'avons d'ailleurs publiquement déclaré.



Consommateurs, investisseurs particuliers et fonds de pension

Comment les investisseurs particuliers peuvent-ils s'y retrouver dans le paysage de l'investissement durable ?

► **S. Döbeli:** A mon avis, les petits investisseurs doivent déterminer quelles sont leurs valeurs et leurs objectifs, puis les confronter à différentes banques et s'associer à la banque la plus compétente et la plus convaincante. Malheureusement, il n'est pas aisé pour les investisseurs de détail de comparer différents produits et de vérifier s'ils correspondent à leurs besoins.

Comment les fonds de pension perçoivent-ils le risque climatique ? Comment réagissent-ils à ce risque ?

► **A. F. Wagner:** Ils en sont de plus en plus conscients. Mais il est intéressant de voir ce qui retient l'attention des investisseurs institutionnels lorsqu'une crise survient. Des recherches récentes révèlent que pendant la crise du Covid-19, les investisseurs institutionnels se sont activement tournés vers les actions d'entreprises à forte liquidité et faiblement endettées. La valeur de leurs participations dans ces actions a augmenté, même au-delà des effets d'une simple hausse des cours de ces titres. En revanche, les investisseurs institutionnels ont accepté passivement l'augmentation de la valeur des actions ESG, mais n'ont pas acheté davantage de ces titres. Ces résultats suggèrent que lorsqu'un risque de perte extrême se matérialise les investisseurs institutionnels apprécient de pouvoir avoir accès à des mesures concrètes de la résilience d'une entreprise.

► **S. Döbeli:** Les fonds de pension sont de plus en plus conscients des risques liés au changement climatique. Les grands acteurs, en Suisse et au niveau international, s'attaquent à ce risque avec les outils appropriés. Mais pour les plus petits acteurs, il est beaucoup plus difficile de prendre en compte ces facteurs et d'identifier une approche pragmatique, mais efficace. Ils ont souvent recours à des approches fondées sur l'exclusion.

► **P. Krüger:** Les risques climatiques sont relativement nouveaux pour les investisseurs. En général, on distingue entre les risques climatiques physiques, réglementaires et technologiques. Mes recherches montrent que les investisseurs institutionnels considèrent les risques réglementaires et technologiques comme plus importants sur le plan financier que les risques physiques. Cela peut s'expliquer par le fait que les risques réglementaires et technologiques sont plus tangibles et plus faciles à quantifier, et qu'il y a moins d'incertitude quant à leur date de réalisation. En ce qui concerne la gestion des risques climatiques, il n'existe pas encore de véritable technique de pointe. Dans le cadre de recherches plus approfondies, j'ai demandé à un large échantillon d'investisseurs institutionnels comment ils géraient les risques

climatiques. J'ai pu constater qu'ils adoptaient actuellement de nombreuses approches différentes. La plus courante consistait à analyser l'empreinte carbone des entreprises de leur portefeuille, même si les données sur le carbone font encore défaut en termes de quantité et de qualité. Il est également intéressant de noter que les investisseurs sont moins nombreux à recourir au désinvestissement pour gérer les risques climatiques. Collectivement, les investisseurs préfèrent nouer un dialogue avec les entreprises de leur portefeuille sur les questions liées au risque climatique.

Comment mesurer la durabilité des fonds de pension ?

► **S. Döbeli:** Les PRI sont la seule référence mondiale en matière d'investissement durable. Nous n'avons pas encore de mesure au niveau international capable de quantifier l'empreinte écologique des fonds de pension, des investisseurs institutionnels et des gestionnaires et détenteurs d'actifs. Cela dit, des progrès sont en cours. Swiss Sustainable Finance (SSF) travaille sur des moyens permettant aux gestionnaires et aux propriétaires d'actifs d'harmoniser de manière équitable et pragmatique leur reporting concernant la durabilité de leurs portefeuilles. Dans le même esprit, le CFA Institute a récemment publié un document de consultation sur l'établissement de normes mondiales pour les produits d'investissement ESG.

Est-il possible d'investir dans des secteurs à forte intensité de carbone tout en soutenant la transition verte ?

► **C. Bolli:** Oui, c'est possible. La situation n'est ni toute noire, ni toute blanche et il n'existe pas de point de rupture marqué. Presque toutes les entreprises sont disposées à discuter avec leurs investisseurs de leurs futures stratégies commerciales et de la manière dont elles peuvent contribuer à mieux protéger l'environnement. Et de nombreuses entreprises sont prêtes à mettre en œuvre des changements. La collaboration avec les entreprises bénéficiaires d'investissements peut être un moyen efficace de déclencher une transition verte au niveau de l'entreprise. Les entreprises des secteurs à forte intensité de carbone font partie de la solution et, par conséquent, sont au cœur de la transition vers une économie à faible intensité de carbone. Le désinvestissement doit être considéré comme un dernier recours, lorsque le risque en termes d'investissement n'est plus supportable.

Les décisions prises au niveau des ménages sont-elles plus efficaces que celles prises au niveau du marché financier ?

► **S. Ongena:** Les initiatives de soutien à l'environnement au niveau des ménages sont la clé de voûte du processus de transition, que ce soit en termes d'habitudes de consommation ou de décisions

d'investissement, car elles reflètent les préférences de la population. Déterminer quelle initiative est la plus efficace dépend de nombreux facteurs spécifiques à chaque type de décision.

Comment les décisions prises au niveau des consommateurs peuvent-elles être facteurs de changement ?

► **J.-C. Rochet:** Les citoyens sont au cœur de la transition écologique mondiale. Ils doivent réclamer leur part de pouvoir et d'influence auprès des gouvernements et des entreprises. Pour y parvenir, les citoyens doivent s'appuyer sur les conseils d'experts véritablement indépendants. Ils doivent comprendre qu'ils peuvent soutenir cette initiative vitale non seulement par le biais de canaux d'investissement financier, mais également via des leviers tels qu'un engagement politique, un activisme plus poussé ou un changement d'habitudes de consommation.

► **S. Ongena:** Il est essentiel de disposer d'une information de qualité et accessible à tous. Ce type d'information permet en effet aux consommateurs de prendre les bonnes décisions, tant en termes de consommation que d'investissements concernant les questions de durabilité écologique (principalement par l'intermédiaire de leurs fonds de pension). Les décideurs politiques doivent réagir activement et veiller à ce qu'une législation appropriée soit introduite.

Le nombre limité d'opportunités d'investissement dans les entreprises vertes pose-t-il un risque de comportement grégaire pour les investisseurs ?

► **S. Ongena:** D'un point de vue théorique, oui, car la restriction de l'éventail des entreprises dans lesquelles on peut investir augmente mécaniquement le risque. Mais d'un point de vue pragmatique, toutes les entreprises devront s'adapter rapidement pour survivre. Par conséquent, investir uniquement dans des entreprises sur la base de raisons environnementales pourrait n'être judicieux que sur un horizon de court terme.

► **A. F. Wagner:** D'après mes recherches récentes, les fonds qui obtiennent le label "Low Carbon" de Morningstar (une entreprise fournissant des informations sur les fonds) comportent un risque plus élevé, mais cela est le reflet de la manière dont le label est conçu. En effet, Morningstar ne récompense pas les meilleures performances dans chaque secteur, mais, dans les faits, l'exclusion de secteurs particuliers. Ces fonds estampillés "Low Carbon" seront mieux préparés aux prochaines évolutions réglementaires, qui se traduiront par un affaiblissement des actions et des portefeuilles à forte intensité de carbone. Mais pour l'heure, ils offrent une diversification plus limitée aux investisseurs.

Les investisseurs se soucient-ils de l'information sur le carbone ? Comment y réagissent-ils ?

► **A. F. Wagner:** Les investisseurs de détail dans les fonds communs de placement n'examinent généralement pas les spécificités des entreprises qui composent les fonds qu'ils détiennent. Cependant, il est intéressant de noter qu'ils réagissent de manière plus active lorsqu'on leur présente des informations sur la performance globale d'un fonds en matière de durabilité. En particulier, les recherches montrent que de nombreux investissements se dirigent vers les fonds communs de placement ayant décroché les désignations "Globes" ou "Low Carbon" attribuées par Morningstar. Ce résultat a des implications intéressantes pour le secteur des fonds communs de placement, qui est de plus en plus soumis à une pression sur les coûts de la part des fonds négociés en bourse (ETF). En effet, cela signifie qu'être un fonds respectueux du climat constitue un avantage concurrentiel. Permettant ainsi aux stratégies d'investissement actif de connaître un nouvel essor.

► **S. Döbeli:** Dans le cas de la Suisse, l'Office fédéral de l'environnement a mis en place le PACTA (Paris Agreement Capital Transition Assessment). Cet outil fournit des informations sur le carbone aux investisseurs, les aidant à adopter une approche prospective du changement climatique en déterminant comment leurs portefeuilles financiers sont compatibles avec l'Accord de Paris. L'initiative a été un succès, car de nombreux détenteurs d'actifs ont eu recours à PACTA pour passer en revue leurs portefeuilles. Pourtant, l'outil lui-même s'apparente un peu à une boîte noire, car il ne fournit que des informations limitées sur la manière dont un portefeuille donné pourrait être amélioré. Cet aspect sera, nous l'espérons, amélioré dans un avenir proche.

► **P. Krüger:** Dans un article récent, j'étudie la réaction du marché boursier à l'introduction de réglementations obligatoires, normalisées et prescriptives en matière de divulgation des émissions de carbone pour toutes les entreprises cotées au London Stock Exchange. Je constate que les cours des actions baissent pour les entreprises qui divulguent des émissions dépassant le niveau de leurs pairs, et augmentent pour les entreprises qui divulguent des émissions inférieures à celles de leurs pairs. Je constate également que les investisseurs institutionnels se désengagent des entreprises responsables d'émissions de carbone élevées. Ces résultats montrent que les investisseurs boursiers se soucient de plus en plus des informations sur le carbone.

Swiss Finance Institute

Swiss Finance Institute (SFI) est le centre national de recherche fondamentale, de formation doctorale, d'échange de connaissances et de formation continue dans le secteur bancaire et financier. La mission de SFI est de renforcer le capital de connaissances pour la place financière suisse. Créé en 2006 dans le cadre d'un partenariat public-privé, SFI est une initiative commune du secteur financier suisse, de six universités suisses de pointe, et de la Confédération helvétique.

Editeurs

Dr. Silvia Helbling
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education

Contact

Dr. Cyril Pasche
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

Cette publication a été imprimée sur du papier durable "Refutura", qui est certifié par l'écolabel "l'Ange bleu".

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

