

## Vers la reconnaissance du risque carbone et de la performance climatique dans le secteur financier

Fabien Hassan *Analyste* - 2 INVESTING INITIATIVE  
Hugues Chenet *Cofondateur* - 2 INVESTING INITIATIVE  
Pierre Chastroux *stage de recherche* - 2 INVESTING INITIATIVE

26 novembre 2015



L'industrie financière reste encore largement en retrait du processus de transition énergétique. Par ses choix d'allocation du capital, elle pourrait pourtant répondre aux importants besoins de financement de l'économie bas carbone. Le « risque carbone » et la « performance climatique » représentent deux approches pertinentes pour une meilleure prise en compte des problématiques climatiques dans le secteur financier.

Limiter le réchauffement climatique à +2° C par rapport à l'ère préindustrielle<sup>1</sup> ne pourra se faire sans la contribution du secteur financier. La question des financements pour le climat occupe d'ailleurs une place toujours plus centrale dans les négociations internationales et dans la littérature d'expertise. Comme le souligne le GIEC<sup>2</sup>, l'enjeu de la réallocation des capitaux vers l'économie bas-carbone est central. Mais les financements privés restent actuellement largement en retrait du mouvement de la transition énergétique (Morel et al., 2014), créant un risque de décalage entre les marchés financiers et l'économie réelle.

Par ses choix d'allocation du capital, le secteur financier pourrait pourtant répondre au besoin de financement de l'économie bas carbone. Nous considérons que l'appropriation des problématiques climatiques par l'industrie financière peut prendre deux formes. La première repose sur l'intégration de la notion de « risque climatique » dans les processus de décision habituels des acteurs financiers, en les intégrant dans les modèles d'analyse de risque traditionnels. Si cette intégration suit une logique strictement financière de maximisation du rendement, de nombreux freins, qu'il faudra lever, pèsent encore sur son adoption. Une seconde approche, plus volontariste, consiste à adopter des objectifs qui encourageront *in fine* une bonne « performance climatique » - il faut d'ailleurs noter que cette stratégie concerne à l'origine, essentiellement, les acteurs publics et le monde de l'investissement responsable mais qu'elle est appelée à intéresser l'ensemble des investisseurs.

### **Le risque carbone, de l'actif au système financier**

Le risque financier associé au changement climatique peut provenir des modifications du climat lui-même - impact des modifications des régimes de précipitations, fréquence et intensité des événements extrêmes, hausse du niveau de la mer, etc. -, mais aussi des réglementations adoptées pour lutter contre le réchauffement climatique. Le « risque carbone » (ADEME et OTC Conseil, 2011 ; 2° Investing Initiative, 2015 ou encore WRI & UNEP-Fi, 2015) comprend tous les risques associés à la transition vers une économie bas carbone : réglementations potentiellement plus contraignantes concernant les technologies émettrices de CO<sub>2</sub>, changements d'habitude des consommateurs, controverses réputationnelles ou poursuites judiciaires, etc. Le risque carbone peut essentiellement se matérialiser au niveau des actifs physiques, mais peut se propager tout au long de la chaîne d'investissement. Ainsi, les entreprises, les institutions financières, les gouvernements et la société civile peuvent y être exposés.

La notion de « risque carbone » est liée à celle de *stranded asset* (actif échoué) et à celle de « bulle carbone ». Pour limiter le réchauffement climatique global à une augmentation de 2° C, il ne faut pas dépasser un certain seuil d'émissions de gaz à effet de serre (GES). Or, les réserves de combustibles fossiles prouvées à ce jour excèdent au moins d'un facteur trois (Meinshausen et al., 2009 ; McGlade et Ekins, 2015) cette quantité estimée. Ainsi pour rester sous la barre d'une augmentation de 2° C, ces réserves ne pourront pas toutes être exploitées et une grande partie devra rester sous terre. Obsolètes, ces « actifs échoués » devront être dévalués par les entreprises qui les détiennent. Les compagnies pétrolières étant en partie valorisées financièrement sur la base de ces actifs, l'ensemble du secteur de l'énergie fossile serait alors menacé et la crise pourrait se propager à tout le secteur financier. C'est ce que l'on appelle la « bulle carbone ».

Le concept de *stranded asset*, aujourd'hui relativement bien documenté pour ce qui est de la production d'énergie, pourrait s'appliquer à tout type d'industrie ou d'infrastructure dépendant des énergies fossiles (aéroports, autoroute, etc.). Le risque lié aux actifs industriels fossiles commence à être sérieusement étudié. Les agences de notation mènent des réflexions et des travaux sur la prise en compte du risque carbone et des risques physiques liés au changement climatique. Si cette tendance se poursuit, l'évaluation de l'exposition aux risques climatiques deviendra une composante à part entière de la solvabilité. À l'échelle de projets ou d'entreprises, le risque est donc significatif. À l'échelle d'une institution financière, la question reste ouverte. Les risques sont-ils suffisamment concentrés pour menacer la stabilité d'un bilan bancaire, ou du système financier dans son ensemble ? Une étude du cabinet Mercer (2015) conclue à un impact significatif de différents scénarios climatiques sur la rentabilité et sur le risque des portefeuilles d'investissement. La récente mobilisation des régulateurs financiers sur la question et les dernières annonces des gouvernements - par exemple l'annonce par le G7 de la fin des émissions de GES par les énergies fossiles avant la fin du siècle - continuent à donner raison aux institutions financières convaincues que la transition vers une économie bas carbone est en train de se mettre en place et qu'il faut l'anticiper.

## Freins et perspectives

L'essentiel des risques carbonés évoqués ici n'est à ce jour pas assez matériel pour être pris en compte significativement dans les décisions d'investissement classiques. Mais d'autres facteurs expliquent cette faible intégration (*Figure*).

FIGURE : POURQUOI LES RISQUES CARBONE PEUVENT-ILS EN PARTIE ÉCHAPPER AUX MARCHÉS FINANCIERS ?



S'ils sont de plus en plus significatifs et documentés, ces risques s'expriment plutôt à moyen, voire à long terme (10, 20, 50 ans). Or, l'horizon temporel des investisseurs est bien plus court (entre un et cinq ans), y compris lorsque ceux-ci ont un passif à long terme, comme les fonds de pension et les sociétés d'assurance. Ils ont donc tendance à surpondérer les risques de court terme liés à la volatilité des marchés, et à sous-pondérer les risques économiques de moyen terme, dont ceux découlant du changement climatique. Allonger l'horizon des investisseurs est donc probablement la première étape indispensable pour favoriser les processus d'investissement adaptés aux enjeux climatiques. D'autres freins méritent d'être soulignés. Des fonds pratiquent par exemple la « gestion passive », qui consiste à répliquer un indice existant (par exemple le S&P 500) et donc à investir dans les plus grandes entreprises. Cela donne ainsi un poids excessif aux valeurs du secteur fossile, en particulier du pétrole (2° Investing Initiative, 2014), par rapport à leur importance dans l'économie réelle. Par ailleurs, le concept de devoir fiduciaire (fiduciary duty) des gestionnaires de portefeuilles - qui désigne l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients, les détenteurs d'actifs - se limite parfois à maximiser la rentabilité de leurs placements. L'action d'organisations

comme ShareAction et Asset Owner Disclosure Project, ainsi que les travaux de clarification ordonnés notamment par le gouvernement britannique, permettent peu à peu de renverser cette perception en montrant que la prise en compte du climat s'inscrit dans l'intérêt de long terme des bénéficiaires. Enfin, la réglementation financière, en accordant une place importante aux risques de court terme, pourrait constituer un frein, ou du moins ne pas faciliter la prise en compte des risques climatiques.

Faut-il dès lors cesser tout investissement dans les secteurs fossiles ? C'est en tous cas ce que soutient le *divestment*, un mouvement militant né aux États-Unis prônant le désinvestissement dans les énergies fossiles. Porté par différents groupes, dont l'ONG 350.org, le mouvement prend une ampleur croissante en Europe continentale. Il s'agit de demander aux investisseurs, en particulier publics et responsables (communautés religieuses, universités, ONG, municipalités, etc.), de céder leurs participations dans les entreprises du secteur fossile. En juin 2015, le parlement norvégien a voté la sortie de son fonds souverain - le plus important du monde avec 900 milliards de dollars d'actifs sous gestion - du secteur du charbon<sup>3</sup>.

Ce qui vaut pour le secteur énergétique peut être généralisé à l'ensemble des secteurs ayant un impact carbone élevé : les techniques de production des entreprises correspondent à des technologies énergétiques plus ou moins émissives de GES. La diversification énergétique consiste à mesurer et à gérer l'exposition d'un portefeuille à ces technologies. Ainsi, une forte exposition à des entreprises pétrolières pourra être « compensée » par une exposition à des technologies de l'après pétrole : véhicules électriques, substituts organiques aux matières plastiques, etc. Enfin, un portefeuille diversifié, anticipant les évolutions économiques entraînées par le changement climatique, contribuera aussi à financer les énergies de demain. En cela, il est susceptible d'avoir un impact positif sur la capacité de l'économie à faire face aux enjeux climatiques, et nous conduit au concept de performance climatique.

### **Vers la performance climatique**

La notion de performance climatique permet de sortir d'un regard purement financier, et de s'interroger sur l'impact des décisions d'investissement sur l'économie, et à travers l'économie, sur le changement climatique. Elle est ici définie comme la contribution au financement de l'économie bas-carbone, qui permet de limiter les émissions de GES et donc l'ampleur du réchauffement climatique<sup>4</sup>. Il n'y a pas de mesure unique de la performance climatique d'une entreprise - et a fortiori, d'un investisseur. L'évaluer dépend des objectifs fixés : financer la transition énergétique, aider les entreprises à réduire leurs émissions, priver de financements les projets les plus polluants, etc. Selon les stratégies, il peut être pertinent d'analyser - et éventuellement de croiser - trois sortes d'indicateurs : les émissions de GES des entreprises ou des projets ; l'exposition à des secteurs ou à des technologies vertes par rapport à l'exposition à des technologies polluantes ; le score climatique obtenu selon différentes méthodologies intégrant des éléments difficilement quantifiables (comme l'existence d'une stratégie de réduction des émissions de GES, par exemple).

Chez les investisseurs, la stratégie la plus en vue à l'heure actuelle consiste à « décarboner » les portefeuilles en réduisant la somme des émissions de GES émises par les entreprises présentes dans un portefeuille. Cette méthode offre un indicateur simple, quantitatif et donc a priori comparable mais ne permet pas de mesurer un effet positif de financement. Sur des marchés très liquides (actions, obligations), il est quasiment impossible d'isoler l'effet d'une décision d'investissement et de savoir ce qui se serait passé en l'absence d'une telle décision. Pour compléter les approches existantes, de nouvelles méthodes proposent donc de partir du futur : que doit-il se passer pour que nous parvenions à une économie bas carbone ? En se basant sur ces « scénarios 2° C », la performance climatique devient l'alignement d'un portefeuille d'investissement ou de crédit avec les besoins de financement identifiés dans ces scénarios.

### **Scénarios +2° C et indicateurs de performance**

Ces approches, fondées sur l’alignement avec ces scénarios, reflètent le volet transformatif de la transition énergétique : l’économie bas carbone ne sera pas identique à notre économie, avec des émissions de GES en moins. Ce sera une autre économie, porteuse d’autres équilibres de prix, de rééquilibrages entre secteurs et entre technologies. Deux méthodologies sont en cours de développement.

La première repose sur les trajectoires de réduction des émissions de GES : afin de limiter le réchauffement, chaque secteur économique doit réduire ses émissions à un rythme plus ou moins rapide, en fonction des obstacles technologiques et de l’évolution de la demande. La méthode Sectorial Decarbonisation Approach (SDA)<sup>5</sup> fixe des objectifs à chaque entreprise, en fonction du budget carbone attribué au secteur économique correspondant. Cette vision - nettement plus fine que celle consistant à attribuer un objectif unique à l’ensemble du portefeuille - invite les investisseurs à opérer des choix au niveau d’un secteur et non à procéder à des arbitrages entre secteurs faiblement émetteurs et secteurs fortement émetteurs.

La seconde approche<sup>6</sup> consiste à mesurer l’alignement des portefeuilles avec les scénarios « 2° C ». La question n’est plus de savoir si les entreprises financées émettent peu ou beaucoup de CO<sub>2</sub>, mais plutôt si les actifs qu’elles possèdent (centrales électriques, matières premières, usines, technologies, brevets innovants, etc.) sont nécessaires, compatibles ou incompatibles avec l’émergence d’une économie bas carbone. Dans cette vision, la performance climatique du secteur financier consiste à financer ce qui est nécessaire et à ne pas financer ce qui est incompatible. Individuellement, l’investisseur ne peut pas savoir précisément dans quelle mesure il a contribué au financement de nouvelles activités, mais il sait que si chacun l’imitait, le financement de l’économie bas carbone serait assuré. Enfin, et nous rejoignons ici le risque financier, il écarte de son portefeuille les actifs qui ne pourront pas subsister à long terme si des politiques climatiques crédibles étaient adoptées au niveau mondial.

Risque et performance représentent deux dynamiques différentes, qui convergent sur certains points et divergent sur d’autres. Chacune est susceptible de mobiliser différentes franges du secteur financier, en fonction de leurs priorités. À l’élan suscité par une vingtaine d’initiatives portées par plus de 400 investisseurs du monde entier<sup>7</sup> répond désormais une dynamique réglementaire. En France, l’article 173 de loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte adoptée en août 2015 dispose que les investisseurs institutionnels doivent évaluer et rendre public leur exposition aux risques climatiques, leur empreinte carbone ainsi que leur contribution au respect de l’objectif international de limitation du réchauffement climatique. Finalement, ces deux dynamiques (risque et performance) se nourrissent mutuellement. Notre pari : dans quelques années, l’une et l’autre seront généralisées à l’ensemble du secteur financier.

#### **Notes de bas de page :**

1 Pour limiter le réchauffement planétaire à 2 °C et s’y adapter, la Banque mondiale estime que les pays en développement auront besoin de 75 à 100 milliards de dollars par an sur les 40 prochaines années et que le coût des mesures d’atténuation sera compris entre 140 et 175 milliards de dollars par an d’ici 2030.

2 Le Cinquième rapport du Groupe d’experts intergouvernemental sur l’évolution du climat (GIEC, 2014) consacre un chapitre complet aux questions de financement.

3 Cette décision reviendrait à se séparer d’une centaine de participations, pour un montant total estimé à 9 milliards de dollars, soit près de 1 % des actifs sous gestion.

4 Ici, la notion de performance ne désigne pas le rendement financier, mais l’impact du secteur financier. Elle peut être dénommée par des termes proches comme impact climatique ou climate-friendliness en anglais.

5 L’ensemble de cette méthodologie est disponible en libre accès sur le site : <http://sciencebasedtargets.org/methodologies/>

6 Cette approche est explorée dans le cadre du projet SEI Metrics, soutenu par la Commission européenne et coordonné par 2° Investing Initiative (2015-2018).

7 La plateforme <http://investorsonclimatechange.org/> propose un inventaire de toutes ces initiatives.

**Références / ADEME et OTC Conseil, 2011.** Valorisation des enjeux climatiques dans l’analyse financière.

Risques/opportunités, outils, stratégie des acteurs financiers. // **2° Investing Initiative, 2014**. Energy Transition and Optimal Diversification: The role of equity benchmarks, disponible sur Internet : <http://2degrees-investing.org/> // **2° Investing Initiative, 2015**. Financial Risk and the Transition to a Low Carbon Economy, disponible sur Internet : <http://2degrees-investing.org/> // GIEC, 2014. Cinquième rapport, Changements climatiques: Conséquences, Adaptation et Vulnérabilité, disponible sur Internet <http://www.developpement-durable.gouv.fr/-5e-Rapport-du-GIEC-.html> // **McGlade, C., et Ekins, P., 2015**. The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2° C. Nature 517. // **Meinshausen, M., Meinshausen, N., Hare, W., Raper, S. C., Frieler, K., Knutti, R. et Allen, M. R., 2009**. Greenhouse-gas emission targets for limiting global warming to 2° C. Nature 458. // **Mercer, 2015**. Investing in a Time of Climate Change. What every investor needs to know. // **Morel, R., Cochran, I., Hubert, R., Dequesne, J. et Hervé-Mignucci, M., 2014**. Panorama des financements climatiques en France en 2011. CDC Climat Recherche & Climate Policy Initiative. // **WRI & UNEP-Fi, 2015**. Carbon Asset Risk : Discussion Framework.

© 2015 - Secteur Privé & Développement