

LES CAHIERS DE RECHERCHE

Transition environnementale : des pistes de recherche pour verdir l'épargne des particuliers



**Caisse
des Dépôts**
GROUPE



Institut pour la recherche

L'Institut pour la recherche de la Caisse des Dépôts soutient des projets de recherche s'inscrivant dans les champs d'intervention et les missions de la Caisse des Dépôts.

Son rôle est de favoriser la recherche dans les domaines liés aux activités de la Caisse des Dépôts, sur des thématiques variées telles que l'épargne, la finance long terme, le développement économique des territoires, la transition énergétique et écologique, les impacts du vieillissement, etc.

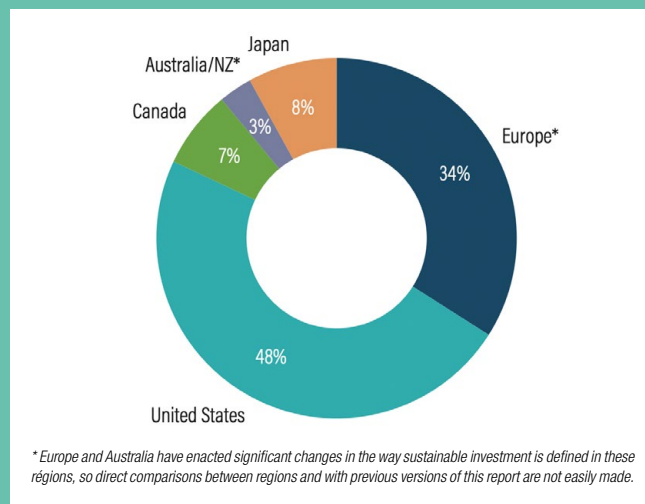
Des pistes de recherche pour verdir l'épargne des particuliers

L'Institut Louis Bachelier (ILB), soutenu par l'Institut pour la recherche de la Caisse des Dépôts, œuvre pour le développement et la promotion de la recherche académique d'excellence en économie et finance, qui favorise le développement durable. À ce titre, l'ILB héberge plusieurs programmes de recherche portant sur la thématique spécifique liée au financement de **la transition environnementale**, notamment le programme interdisciplinaire *Green and Sustainable Finance (GSF)*, ainsi que les Chaires *Finance Durable et Investissement Responsable* et *Finance et Développement Durable*. Dans ces différents travaux de recherche, les objectifs consistent, entre autres, à promouvoir et à développer l'analyse et l'évaluation des politiques publiques, ainsi que les instruments financiers actuels et futurs favorisant la transition environnementale. Ce cahier de recherche est basé sur des travaux scientifiques menés par **Marie Brière et Stefano Ramelli**.

La limitation du réchauffement climatique constitue l'un des défis majeurs du XXI^{ème} siècle. Si l'Accord de Paris de 2015 a débouché sur l'objectif de contenir la hausse des températures à 1,5 degré Celsius d'ici à 2100, cette trajectoire semble d'ores et déjà caduque. En témoignent, les dernières projections du Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (Giec), ainsi que celles de l'Organisation des Nations Unies (ONU). Selon cette dernière, le réchauffement climatique serait compris entre 2,2 et 2,4 degrés à la fin du siècle, en tenant compte des promesses et intentions des États dévoilées lors de la COP26, qui s'est tenue en novembre dernier à Glasgow. Bien entendu, cette problématique globale nécessite une certaine coordination mondiale, des impulsions politiques fortes, ainsi que la mobilisation des acteurs économiques et de la société civile. Outre l'engagement de toutes les parties prenantes, les besoins de financement sont également massifs. Ainsi, d'après des estimations du Giec, il faudrait la bagatelle de 90 000 milliards de dollars au cours des 15 prochaines années pour atteindre des émissions nettes nulles en 2050, un objectif à mi-parcours très important. Pour faire un parallèle, en 2020, les actifs sous-gestion de l'investissement durable ont atteint 35 300 milliards de dollars dans le monde, en hausse de 15 % en deux ans, selon l'Alliance mondiale pour l'investissement durable. Cette stratégie représente 36 % des actifs gérés dans le monde.

Au niveau national, l'État ambitionne d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050, comme l'Union Européenne. Dans ce contexte, le développement des investissements verts pour décarboner l'économie est indispensable. Et les pouvoirs publics se sont emparés de cette problématique. De fait, le plan de relance français, à la suite de la pandémie de la Covid 19, consacre 30 %, soit 30 milliards d'euros, au volet écologique et à la transition énergétique dont une partie sera pilotée par la Caisse des Dépôts. D'ailleurs, cette dernière - qui centralise et gère une partie de l'épargne réglementée des particuliers - agit également pour le financement de la transition environnementale, notamment dans les territoires. Enfin, du côté des encours d'investissement socialement responsables (ISR) gérés par des sociétés de gestion, ils sont en nette progression ces dernières années, parallèlement au développement de la finance verte et durable. Fin 2019, les encours des ISR ont atteint 1 861 milliards d'euros, en hausse de 32 % sur un an, d'après l'Association Française de Gestion (AFG). Si cette progression s'inscrit dans la bonne direction, le verdissement des investissements et l'orientation de l'épargne des ménages vers le financement de l'économie et de la transition environnementale doivent se poursuivre et même s'accélérer. D'autant plus que les particuliers investissent très peu en Bourse, environ 6 % seulement¹, et qu'ils ont énormément thésaurisé depuis le début de la pandémie de Covid-19. Toutefois, plusieurs problématiques émergent : Comment favoriser les placements responsables ? Au-delà des carottes fiscales, quelles sont les pistes de la recherche académique pour augmenter ou du moins inciter les épargnants à investir dans le green business ?

Proportion des actifs mondiaux d'investissement durable par région en 2020



Source : Global sustainable investment review 2020

¹ Données Eurostat, compilation et calculs de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (2020).

L'épargne salariale en France : un point d'entrée intéressant pour les investissements verts

Les encours de l'épargne salariale ont atteint 147 milliards d'euros, à fin 2020, selon des chiffres de l'AFG. Ce mécanisme d'épargne collective concerne 9 millions de salariés dans l'Hexagone. Ceux-ci peuvent bénéficier, chaque année, d'une prime d'intéressement en fonction de la performance de leur entreprise ou d'une prime de participation qui représente une quote-part des bénéfices réalisés par l'employeur. Ensuite, les entreprises proposent une panoplie de placements (des menus de fonds) à leurs salariés, qui décident où ils investissent leur épargne salariale. Fait remarquable, en France, depuis 2008, l'offre des entreprises proposant à leurs salariés un PEE (plan d'épargne entreprise) ou un PERCO-PERCOL (plan d'épargne pour la retraite collectif) intègre obligatoirement des choix de fonds solidaires. Ces derniers rentrent dans le cadre des ISR et se définissent comme des fonds investis dans l'économie sociale et solidaire visant à financer des projets d'utilité sociale et environnementale. Dans ces conditions, l'épargne salariale peut servir à drainer des capitaux en faveur de la transition environnementale.

L'épargne salariale peut-elle augmenter les investissements verts en actions ?

Dans un article de recherche, intitulé **Responsible Investing and Stock Allocation**, Marie Brière et son co-auteur, Stefano Ramelli de l'Université de Zurich, se sont intéressés aux choix de portefeuilles de 913 000 personnes, qui investissent activement dans des plans d'épargne salariale. À noter que la taille de l'échantillon analysée au cours de la période 2016-2017 est significative et représente environ 10 % des salariés ayant accès à ce mécanisme. Dans leurs travaux, cités dans un discours de Christine Lagarde, présidente de la Banque Centrale Européenne, les chercheurs ont ainsi voulu comprendre les motivations et les préférences des épargnants salariés. Pour ce faire, ils ont conduit une série de travaux économétriques pour observer les comportements d'investissement des épargnants lorsque de nouvelles offres de fonds responsables étaient proposées par l'employeur.

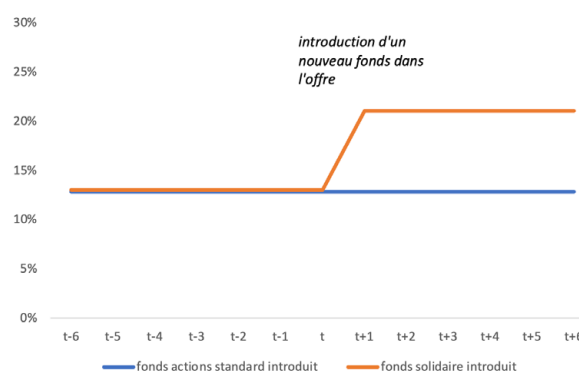
Dans un premier temps, ils ont comparé deux types d'épargnants : ceux qui ont accès à des fonds solidaires en actions et ceux qui n'ont pas cette option. Dans leurs résultats, ils ont trouvé que les salariés de la première catégorie détenaient, en valeur absolue, 2,1 % d'actions en plus dans leurs portefeuilles par rapport au groupe



de contrôle. Certes, ce chiffre peut paraître modeste, mais il est à remettre en perspective, car l'allocation moyenne en actions est de l'ordre de 12 % chez les épargnants salariés. Par conséquent, la détention en actions augmente de 17 % en hausse relative, un résultat substantiel.

Dans un second temps, ils ont souhaité analyser les investissements réalisés lors de la réception par les salariés de leur rémunération variable annuelle (argent frais) selon qu'un nouveau fonds d'actions responsables était ou non proposé par l'employeur. Sur le plan méthodologique, ils ont eu recours à la méthode d'expérimentation statistique des doubles différences, afin de comparer les comportements différentiels des investisseurs, qui se voyaient ou non offrir un nouveau fonds en actions responsable. Pour ceux qui se voient offrir un nouveau fonds, la détention en actions progresse de 7 % en valeur absolue sur les nouveaux versements de l'employeur. Un résultat également significatif et à remettre en perspective. Avec une exposition moyenne en actions d'environ 12 %, la hausse relative représente plus de 50%. Les jeunes ont été particulièrement sensibles à la nouvelle proposition. Fait remarquable, un test placebo mesurant l'impact de l'introduction de fonds conventionnel en actions dans l'offre ne met en évidence aucun effet sur la détention d'actions.

Figure 1 : Évolution de la part investie en actions lors d'un nouveau versement, en fonction du type de fonds introduit dans l'offre (représentation graphique de l'effet, basée sur le coefficient estimé)



Source : Brière et Ramelli (2021)

L'existence de fonds responsables peut changer l'appétit pour le risque

Les résultats mentionnés précédemment sont très encourageants et montrent que les épargnants sont prêts à investir davantage dans des actifs risqués, en particulier responsables, permettant ainsi de diriger une partie de l'épargne vers le financement de l'économie, notamment bas-carbone. À ce stade, deux hypothèses principales peuvent expliquer ce changement d'appétit pour le risque des investisseurs particuliers. La première est liée à la perception des épargnants de la performance de leurs investissements. Ceux-ci peuvent estimer que les placements responsables sont plus rentables ou moins risqués que les placements conventionnels. Toutefois, cette hypothèse est peu probable dans le cas de fonds combinant un double objectif, financier et sociétal. Par ailleurs, elle n'est pas vérifiée quand on examine les performances passées des fonds proposés aux salariés. La seconde hypothèse porte sur les préférences sociales des investisseurs. Ceux-ci pourraient être plus enclins à prendre des risques lorsque leurs placements produisent aussi un bénéfice ou un impact sociétal. Plusieurs travaux académiques à l'étranger (Pays-Bas, États-Unis)² ont ainsi montré que les valeurs et préférences sociales pouvaient influencer les choix d'investissement. L'article de Marie Brière et Stefano Ramelli est le premier à montrer que l'offre de fonds responsables peut contribuer à une prise de risque accrue des investisseurs.



© Halpoint - stock.adobe.com

Une meilleure promotion des investissements responsables

En clair, les travaux de Marie Brière et de son co-auteur indiquent qu'il est possible de booster l'exposition aux actions lorsque les épargnants ont des choix d'investissement responsables. Pour aller plus loin, l'analyse sur l'épargne salariale sera étendue à un horizon temporel plus large et des enquêtes pourraient être mises en place pour mieux comprendre les choix des investisseurs. D'ici là, certaines recommandations peuvent d'ores et déjà être exposées :

- › Promouvoir l'ISR auprès des investisseurs particuliers en leur offrant systématiquement le choix d'un ou plusieurs placements responsables, comme c'est le cas depuis 2008 en épargne salariale.
- › Former les conseillers financiers afin qu'ils soient à même d'expliquer l'ISR et sensibiliser les épargnants aux problématiques environnementales et sociales, ainsi qu'au rôle qu'ils peuvent jouer en tant qu'investisseurs.

Il est à noter que l'amendement de la réglementation MiFID 2 en cours devrait aller dans cette direction. Elle imposera aux conseillers, dans le cadre du questionnaire réglementaire, d'interroger systématiquement les épargnants sur leurs préférences socialement responsables.

Comment mesurer l'appétit pour les entreprises vertes ?

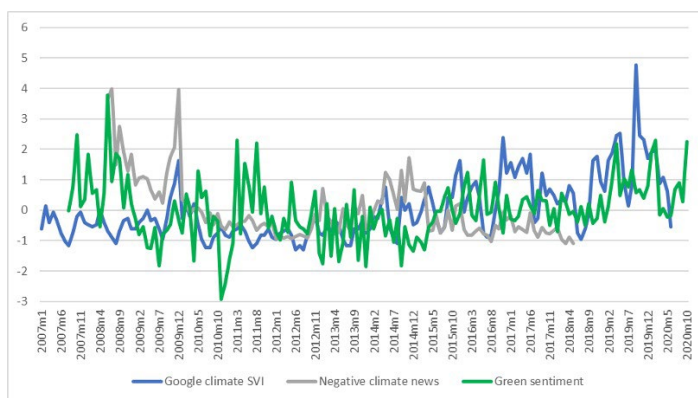
Si une meilleure promotion des ISR auprès du grand public et davantage de choix sont susceptibles d'augmenter le financement de la transition environnementale, par le biais des placements responsables, il est également important de comprendre les conséquences induites par les changements d'appétit des investisseurs sur les entreprises. Autrement dit, comment l'afflux d'investissement impacte-t-il les valorisations et les décisions financières des entreprises vertueuses à l'égard de l'environnement ?

Dans un autre article de recherche récent, intitulé **Green Sentiment, Stock Returns, and Corporate Behavior**, Marie Brière et son co-auteur, Stefano Ramelli de l'Université de Zurich, ont cherché à construire et à mesurer un indice d'engouement vert des investisseurs particuliers américains. L'aspect original de ce travail scientifique est qu'il est basé sur les flux d'investissement dans les ETF (*Exchange Traded Funds en anglais/fonds négociés en Bourse en français*). Dans leurs travaux, ils ont analysé les flux d'investissement de ce marché

² Voir par exemple Hong, H. and L. Kostovetsky (2012), "Red and blue investing: Values and finance", *Journal of Financial Economics* 103, 1--19. Egalement : Riedl, A. and P. Smeets (2017), "Why do investors hold socially responsible mutual funds?", *The Journal of Finance* 72, 2505--2550.20).

sur une période s'étalant de 2010 à 2020. Pour rappel, les ETF sont des produits financiers cotés répliquant les variations d'un indice sous-jacent. Dans le cas présent, l'ETF vert est exposé à un panier d'actions d'entreprises cotées aux États-Unis, qui sont engagées dans la transition énergétique³. En théorie, les prix de l'ETF et du panier d'actions sous-jacent devraient être similaires. Mais il faut comprendre que le marché des ETF et celui des actions sous-jacentes ne sont pas détenus par les mêmes catégories d'investisseurs. Aux États-Unis, les ETFs verts sont détenus à plus de 70% par les particuliers (le reste par des investisseurs institutionnels), tandis que pour le marché des actions sous-jacentes, c'est l'inverse (moins de 30% détenus par les particuliers). Parfois, il se produit des écarts temporaires entre les deux prix, en raison d'inefficiences de marché passagères, créées par une pression acheteuse ou vendeuse de la part des investisseurs particuliers, indépendante des fondamentaux des entreprises (lesquels se trouvent reflétés à la fois dans les prix des actions sous-jacentes et de l'ETF). Ainsi ces chocs de demande « non fondamentale » impactent différemment les prix de l'ETF et des actions sous-jacentes, ce qui incite les arbitrageurs à créer ou détruire des parts d'ETF, générant des flux observables sur ce marché. En analysant les flux d'investissement « anormaux » sur le marché des ETF verts par rapport au reste du marché (sur la base de régressions économétriques, contrôlant pour les caractéristiques des fonds), on peut ainsi identifier l'appétit (l'engouement vert) des investisseurs pour les ETF exposés aux entreprises vertes.

Figure 2 : Évolution de l'indice d'engouement pour les entreprises vertes (« green sentiment »)



Source : Brière et Ramelli (2021)

L'engouement vert des investisseurs est favorable aux entreprises vertueuses

Les chercheurs ont ensuite souhaité examiner si cet indice d'engouement vert avait un impact sur les cours de Bourse et les décisions financières des entreprises engagées dans la transition environnementale. Et la réponse est positive ! Lorsque l'indice d'engouement vert est plus élevé, les entreprises vertes surperforment, en moyenne, de 7 points de base en Bourse sur un mois par rapport aux autres entreprises. À 6 mois, la surperformance boursière atteint même 50 points de base. Et ces résultats positifs ne concernent pas uniquement les entreprises comprises dans l'ETF vert, mais l'ensemble des entreprises les mieux notées sur le plan environnemental. Les chercheurs ont également mis en évidence un autre résultat important, relatif aux décisions d'investissement des entreprises vertes et à leur niveau de trésorerie : quand l'indice d'engouement vert est élevé, l'investissement des entreprises vertes progresse de 5 % et leur niveau de trésorerie de 3% de plus que les autres entreprises. À noter que ces résultats significatifs s'appliquent tout particulièrement pour des entreprises vertes ayant de moins bonnes notations de crédit, et donc sans doute plus contraintes financièrement.

Un changement de préférence des investisseurs

L'indice de sentiment vert calculé par les chercheurs a fait l'objet de nombreux tests de robustesse (par exemple en examinant sa sensibilité à l'échantillon d'ETFs verts considérés) pour confirmer les résultats. Cet indice a aussi été comparé à d'autres indicateurs de l'attention portée au changement climatique comme l'activité de recherche sur Google ou l'indice de mauvaises nouvelles climatiques (développé en 2020 par Engle et al.⁴), qui reflètent plutôt les informations fondamentales liées aux questions climatiques. Fait intéressant, les deux indices ont un impact significatif sur les prix, signe qu'à la fois les fondamentaux climatiques et les changements d'appétit des investisseurs sont importants pour expliquer les changements de valorisation que nous avons connus ces dix dernières années. En tout état de cause, les résultats de ce travail scientifique montrent clairement que se produisent des changements de préférences des investisseurs, qui se reflètent dans les valorisations des sociétés vertes et qui peuvent impacter leurs décisions, notamment d'investissement. Si ce mouvement peut s'estomper ou basculer - car les préférences sont, par définition, volatiles - on voit que l'appétit des investisseurs peut avoir un impact concret sur les entreprises, un résultat extrêmement encourageant en ce qui concerne le rôle que le secteur financier peut jouer dans la transition énergétique.

³ Ils ont été identifiés sur la base du nom de l'ETF, incluant l'un des mots clés suivants: « climate », « carbon », « solar », « renewable », etc.

⁴ Engle, R.F., S. Giglio, B. Kelly, H. Lee, and J. Stroebe (2020), "Hedging climate change news", *The Review of Financial Studies* 33, 1184--1216.



Pour en savoir plus :

Brière M. and S. Ramelli, «Responsible Investing and Stock Allocation», SSRN Working Paper N°3853256, 2021.

Brière M. and S. Ramelli, «Green Sentiment, Stock Returns, and Corporate Behavior», SSRN Working Paper N°3850923, 2021.

Institut Louis Bachelier

Le Groupe Louis Bachelier travaille pour financer, développer et promouvoir la recherche d'excellence en économie et en finance. Il est constitué de l'Institut Louis Bachelier (ILB) et de deux fondations reconnues d'utilité publique l'Institut Europlace de Finance (IEF) et la Fondation du Risque (FdR). En 2020, le Groupe Louis Bachelier a hébergé 78 programmes de recherche orientés sur 4 transitions sociétales d'envergure : environnementale, numérique, démographique et financière.

Pour en savoir plus :

<https://www.institutlouisbachelier.org/>



Marie Brière est responsable du Centre de recherche aux investisseurs chez Amundi. Elle enseigne à l'Université Paris Dauphine-PSL et est chercheur associé au Centre Emile Bernheim, Solvay Business School rattaché à l'Université Libre de Bruxelles. À l'Institut Louis Bachelier, elle préside le conseil scientifique du Forum International des Risques Financiers (Risks Forum) et est directrice scientifique du programme interdisciplinaire *Finance and Insurance Reloaded* de l'ILB. Ses recherches portent sur l'allocation d'actifs à long terme et la gestion des risques, afin de conseiller les décisions stratégiques des investisseurs institutionnels et la conception de solutions d'investissement pour les investisseurs individuels. Elle est membre de plusieurs conseils scientifiques, comme celui de l'Institut européen des marchés de capitaux du CEPS ou de l'Observatoire de l'épargne européenne, et fait partie du groupe d'experts qui conseille le comité permanent de l'innovation financière de l'ESMA. Elle est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université Paris X et diplômée de l'ENSAE.

Stefano Ramelli est chercheur post-doctoral à l'Université de Zurich. Il est diplômé d'un Master d'Économie de l'Université d'Édimbourg après des études d'économie à Milan. Ses principaux centres d'intérêt sont la finance climatique, la finance d'entreprise et l'économie comportementale. Il a travaillé plusieurs années dans le domaine de l'investissement responsable et de la gouvernance d'entreprise.



**Ensemble,
faisons grandir
la France**

caissedesdepots.fr