

Le verdissement des financements dans le cadre de la transition écologique

Atelier Webinaire Chaire - Energie et Prospérité

Julien Lefournier - 29 juin 2021



Transitionner = payer le coûts des externalités négatives

Le “vert” ou le “durable”, c’est la prise en compte d’externalités négatives (pollutions, émissions de GES) qui doivent être "internalisées" sous une forme ou une autre.

Point consensuel. Par exemple, Bill Gates in *How to avoid a Climate Disaster*: « Si les gens devaient retenir une seule chose de mon livre: réduire les primes vertes est la chose la plus importante que nous puissions faire pour éviter une catastrophe climatique ».

Ex: une compagnie aérienne qui passerait du kérosène à un biocarburant verrait ses coûts d’approvisionnement augmenter de 141 %.

Le terme « prime verte » renvoie à la différence de coût entre un produit ou un processus qui implique l’émission de GES et une alternative qui ne le fait pas.

Gates identifie 2 leviers pour réduire ces primes vertes : réduire le coût des alternatives zéro carbone ou facturer les coûts cachés de la pollution (idéalement, les deux). Pas de suggestion concernant la finance...

Remarque: le vert peut être du « positif », si par exemple on reconstruit un puits carbone on génère une externalité positive (activités dites de « réparation »). La rentabilité économique et financière est un obstacle.

Faire sa part

Qui paye?	Commerce équitable	Eolien	Rénovation thermique	Voiture électrique	Projet vert
Etat		X	X	X	
Consommateur	X	?	X	X	
Financiers					Finance verte si X

FINANCE VERTE (selon nous!) = si Condition1: SOUS-JACENT VERT ET si Condition2: PRIME VERTE.

C1: sinon on finance aveuglément le Business As Usual y compris les projets carbonés.

C2: prime verte => accepter de payer un prix plus élevé pour les cash flows verts => c'est donc avoir une exigence de rendement plus faible. Sinon, c'est de la pratique financière lambda (et ce sont les autres qui font l'effort pécuniaire) - il n'y a ni contribution singulière ni incitation via la baisse du coût du capital.

Impasse sur les marchés financiers

A noter, la C1 exclut les marchés secondaires (qui ne financent pas les émetteurs) et le marché primaire des actions (sauf pure players).

Les piliers de la finance de marché:

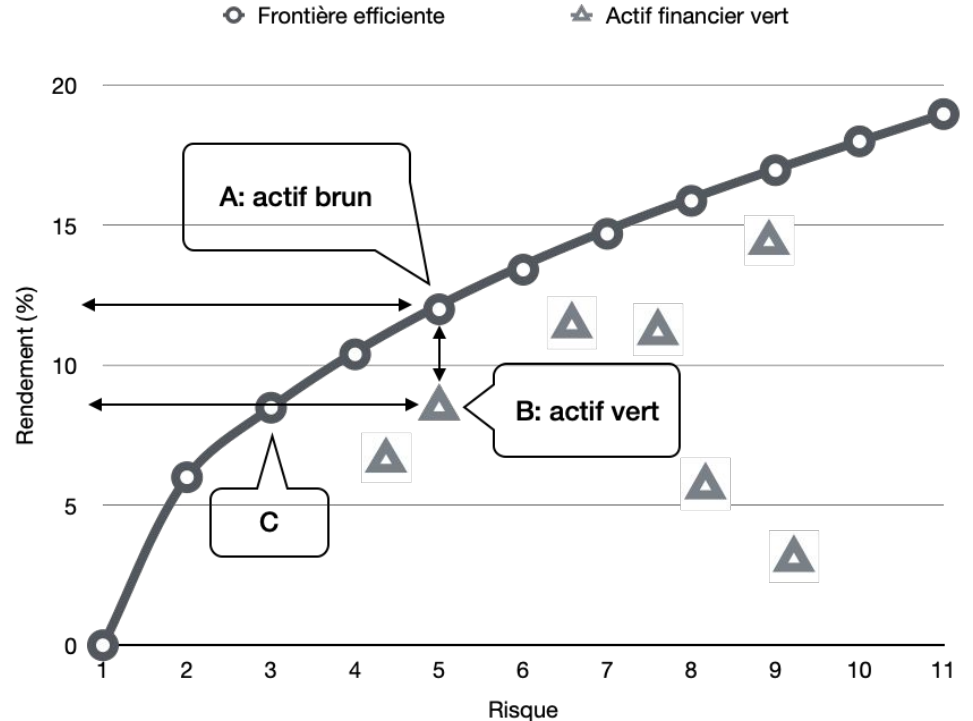
- paradigme du risque-rendement
- responsabilité fiduciaire
- loi du prix unique

rendent impossible C2 sur le marché secondaire comme sur le marché primaire... y compris celui des obligations vertes puisque ce sont les investisseurs professionnels (λ) qui y font les prix.

Ci-contre: la théorie financière dit qu'aucun investisseur traditionnel n'achètera l'actif vert B qui est strictement dominé par les actifs A (alternative brune) - et même C.

C'est pourquoi l'Etat ramène (ex-ante) l'actif sur la frontière efficiente en améliorant le rendement (via subventions, B→A) et/ou en diminuant le risque (B→C, via garanties cf. tarif garanti de rachat ENR).

L'Etat peut aussi dégrader le risque-rendement du brun par des taxes et plus structurellement verdir en amont par l'imposition de normes (véhicules), de règlements et d'interdictions.



Aucun investisseur, pas même un investisseur dit “vert”

PGGM (citation à d), le deuxième plus gros fond de pension néerlandais définit 3 zones in RSF (juin 2019)

- une zone grise, où les investisseurs considèrent les rendements financiers sans se soucier des externalités
- une zone verte, où le développement durable est pris en compte au même titre que les rendements de marché
- une zone rouge, où les considérations liées au développement durable l'emportent sur les rendements financiers

Il interprète complètement à contresens la tragédie des communs puisque c'est précisément dans la zone rouge qu'on éviterait cette tragédie. Leur zone rouge, c'est la véritable zone verte...

La préférence pour la soutenabilité des investisseurs dit verts est toujours subordonnée de fait à la performance financière, ce qui la vide de substance.

Sinon, plus de clients (épargne solidaire = 0,02% du patrimoine français), et une règle alternative impossible à trouver (OPCVM => C = collectif) - les bénéficiaires du fonds devraient approuver explicitement la modification de l'obligation fiduciaire. Les flux secondaires seraient arbitrés par les autres intervenants du marché.

- la zone verte est la zone responsable. Les investisseurs de cette zone font de leur mieux pour contribuer à un monde plus durable, à condition que ce ne soit pas au détriment de la performance attendue par leurs bénéficiaires. Dans cette zone, l'idée est de contribuer au rendement sociétal aussi longtemps que cela n'affecte pas le rendement financier individuel. Dans cette zone, les investisseurs considèrent que contribuer au développement durable dans le cadre de leur mandat est l'une de leurs motivations intrinsèques;
- la zone rouge : dans cette zone, la contribution au bien collectif se fait en sacrifiant une partie du bien individuel. Cela se traduirait par une réduction de la pension de retraite des bénéficiaires afin de contribuer à un monde durable. C'est la zone de la tragédie des biens communs et de la tragédie de l'horizon, pour reprendre l'expression de Mark Carney. Cette option ne relève pas du mandat des gestionnaires de fonds de pension.

Implication pour l'obligation verte (1)

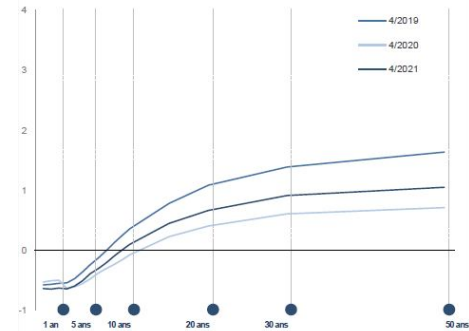
Exemple intéressant parce qu'il corrobore exactement ce que prédit la théorie.

Le risque (ici du crédit) est identique puisque les acheteurs d'une obligation verte sont strictement « pari passu » avec les détenteurs d'obligations classiques émises par le MÊME emprunteur.

Sans aucune contrepartie tangible (susceptible de modifier le risque-rendement du titre), les investisseurs ne peuvent justifier aucune prime verte. On ne peut pas, à risque fixé, diminuer le rendement ($A \rightarrow B$). C'est exactement ce que montrent les valorisations des obligations vertes sur le marché primaire et secondaire.

Même si certains investisseurs étaient prêts à surpayer (ce n'est pas le cas), le processus primaire obligataire - qui est un mécanisme d'enchères - conduirait toujours à un prix dicté par les investisseurs traditionnels.

Courbe des taux sur titres d'État français (en %)



Implication pour l'obligation verte (2)

La prime verte est nulle quelle que soit la qualité du projet et de l'engagement verts de l'emprunteur. De ce point de vue, le débat sur la taxonomie est une diversion (on aurait C1 mais pas C2).

Car, sans aucune « additionnalité » (consensuel), et à prix égal, l'obligation verte n'offre à l'émetteur aucun avantage comparatif par rapport à l'obligation classique. Elle ne permet pas de transférer le surcoût d'un projet vert aux prêteurs obligataires via une baisse du coût de financement de l'entreprise qui lance ce projet. Elle ne peut jouer aucun rôle systémique pour favoriser la transition.

Exemple d'un prêt pour financer un véhicule électrique.

De plus, il s'agit bien d'un « verdissement » ex-post. Ce n'est pas l'obligation qui peut rendre le projet vert, c'est le projet vert qui peut (dans les bons cas) rendre l'obligation verte. Le fameux « fléchage », mis en place pour mitiger la fongibilité des liquidités d'une entreprise, fonctionne en réalité à l'envers. Il n'y a pas de lien de causalité de l'obligation verte au projet vert, tant que son coût est le même que celui d'une obligation classique de l'émetteur.

Clair (même pour les banques) et pourtant...

BNPP: “Qu'est-ce qu'une obligation verte ?

“Il s'agit d'un produit obligataire affichant des rendements similaires aux obligations conventionnelles, à la différence près que les fonds levés sont consacrés à financer des actifs et des projets essentiels à la résolution de défis environnementaux tels que le dérèglement climatique.”

La com est biaisée « plus de X tonnes de CO2 évitées en 2018 grâce à l'obligation **VERTE** de XYZ » (adjectif “verte” trompeur).

Les banques émettent elles-mêmes des obligations vertes alors qu'elles disposent du “green loan” (copié-collé de l'obligation verte pour le marché bancaire) pour marquer leurs financements “verts”, prolongeant la fiction fonds verts => banques => projets verts jusqu'à l'absurde puisque les banques créent directement la monnaie en prêtant...

Conclusion

Paradoxe insurmonté.

Le marché financier à vocation écologique est un mythe.

La diversion de la finance verte/durable telle que proposée est gênante puisqu'elle donne une fausse idée de la réalité: elle n'est pas un accélérateur de la transition.

