
ACTUALITÉ ET ANALYSES DES MARCHÉS FINANCIERS

par Guy Wagner, Chief Investment Officer
et l'équipe de gestion de BLI

Mardi 25 octobre 2022

L'impact : une nouvelle dimension qui s'impose aux investisseurs

Jean-Philippe Donge, Head of Fixed Income

Alors que le risque est une notion maintenant bien ancrée dans les pratiques de gestion, la notion d'impact peine à se généraliser au-delà de certaines sphères d'investisseurs avertis ; elle a cependant un rôle indéniable à jouer dans la construction d'un portefeuille face à des enjeux environnementaux et sociaux majeurs actuels.

« Le risque et l'incertitude font partie intégrante de l'activité humaine depuis ses débuts, mais ils n'ont pas toujours été qualifiés comme tels. Pendant la majeure partie de l'histoire, les événements aux conséquences négatives étaient attribués à la providence divine ou au surnaturel. Dans ces circonstances, les réponses apportées face à ces risques étaient la prière, le sacrifice (souvent d'innocents) et l'acceptation du sort, quel qu'il fût, qui nous était réservé. Si les dieux intervenaient en notre faveur, nous obtenions des résultats positifs et s'ils ne le faisaient pas, nous souffrions ; le sacrifice, quant à lui, devait apaiser les esprits qui étaient à l'origine des mauvais résultats. Aucune mesure de risque n'était donc

considérée comme nécessaire, car tout ce qui arrivait était prédestiné et régi par des forces indépendantes de notre volonté. »¹

Une situation emprunte de dichotomie

En l'espace d'une semaine j'ai eu l'opportunité de participer à un séminaire sur l'impact investing ainsi qu'à une conférence sur l'état du marché de la dette des pays émergents.

Durant cette semaine, j'ai été frappé de voir à quel point le monde des investisseurs à impact (fondations, family offices, congrégations religieuses, milieu académique..., que j'appellerai « le Monde 1 » pour les besoins de l'analyse) et celui des investisseurs plus traditionnels auquel j'appartiens (appelons-le « le Monde 2 »), semblaient totalement dissociés l'un de l'autre pour ne pas dire s'ignorer. Alors que les premiers évoquaient l'irréversible entrée de l'humanité dans la décennie décisive pour limiter autant que possible les changements climatiques,

les seconds continuaient à rechercher les meilleures valorisations relatives sur le marché de la dette des pays émergents. Quelques jours plus tard, dans le cadre d'une rencontre avec différents gérants et conseillers issus du monde de l'assurance ou de la sélection de fonds, je discutais de la manière d'aborder les questions de durabilité et d'impact en tant qu'investisseurs. Et là encore, je n'ai pu que constater la difficulté d'associer favorablement les concepts d'impact et d'investissement ou plutôt, d'impact et de performance (ou rendement attendu).

Les Objectifs de développement durables des Nations unies² et surtout leur mise en forme dans une méthodologie d'investissement ne semblent pas encore aller de soi pour beaucoup d'entre nous qui appartenons au Monde 2. Même des gérants expérimentés ne conçoivent toujours que difficilement le fait d'associer ces deux notions. Le rendement attendu d'un placement comparé à telle alternative ou à telle autre demeure encore trop souvent le principal élément de réflexion.

Le risque, une notion déjà bien ancrée

Aujourd'hui, en finance, la dimension de risque qui n'était pourtant pas une évidence au début, s'est généralisée au fil des crises pour devenir une notion indispensable à l'ensemble des secteurs de la finance et aboutir à la définition du principe de rendement ajusté pour le risque. En gestion par exemple, il est souvent fait référence au ratio de Sharpe qui permet de relativiser la performance par rapport à la hauteur du risque pris dans la construction d'un portefeuille. Les gérants de fonds sont souvent comparés sur cette base.

Plus généralement, un gérant cherche à optimiser sa gestion en arbitrant différentes sources de risque. Cette optimisation peut ainsi s'effectuer au niveau de l'allocation entre classes d'actifs en exploitant les décorrélatons. Par exemple, dans le cas d'une courbe de taux inversée (rendement des échéances courtes plus élevé que le rendement offert par les échéances longues), bien que les émissions d'échéance courte offrent un rendement plus élevé que les émissions plus longues (voir graphique infra), un gérant de portefeuille peut décider de se positionner sur une échéance longue d'un émetteur souverain de bonne qualité.

Ce positionnement lui permettra de bénéficier de la sensibilité plus importante de cette émission à une baisse des taux ce, dans un contexte de contraction de l'économie induisant une correction des actifs plus risqués qui figurent au portefeuille³. Le positionnement sur un emprunt souverain long permet donc d'atténuer les pertes éventuellement subies sur les composantes plus risquées du portefeuille (les actions par exemple).

De façon plus générale, la formalisation de la notion de risque au cours des dernières décennies a permis à l'industrie de voir éclore de nouveaux métiers dont celui du capital-risque. Selon Ronald Cohen, co-fondateur du fonds de capital-risque Apax Partners, « cette industrie a pu participer pleinement à la révolution technologique du fait d'une prise en compte systématique du risque »⁴. En ce sens, grâce à une meilleure maîtrise de cette dimension, le capital a pu être orienté de façon plus efficace permettant l'avènement d'innovations majeures et d'acteurs tels que Google ou Amazon.

Il s'avère donc que la notion de risque, qui pouvait paraître incongrue ou contre-nature pour des investisseurs en quête de performance, a fini par s'imposer et donner lieu à une amélioration des pratiques à différents niveaux du métier de la finance.

L'impact, une notion encore barbare

« Notre système actuel encourage les décisions fondées sur le gain maximal avec le minimum de risque; il faut aller vers un système qui favorise l'enrichissement et le plus haut niveau d'incidence sociale positive avec le minimum de risque. Cette incidence sociale doit être inscrite dans l'ADN de nos sociétés, elle doit faire partie d'un trépied associant le risque, le rendement et l'impact social, capable d'influencer chacune de nos décisions en matière de consommation, d'emploi, d'activité et d'investissement. Elle doit devenir une force motrice de notre économie. »⁵

La notion d'impact est encore trop peu intégrée dans les discussions et réflexions menées dans notre industrie. Outre la performance et le risque

qui constituent actuellement les deux premières (et quasi uniques) dimensions en matière d'investissement, la génération d'impact devrait être considérée comme une nouvelle dimension qui complète les deux précédentes. Elle s'invite, pour ne pas dire s'impose de plus en plus, dans la sphère financière notamment via la réglementation SFDR et la taxonomie européenne. Si ce n'est déjà le cas, les entreprises issues d'autres secteurs devront, elles aussi, indiquer la part de leurs activités et investissements à caractère durable.

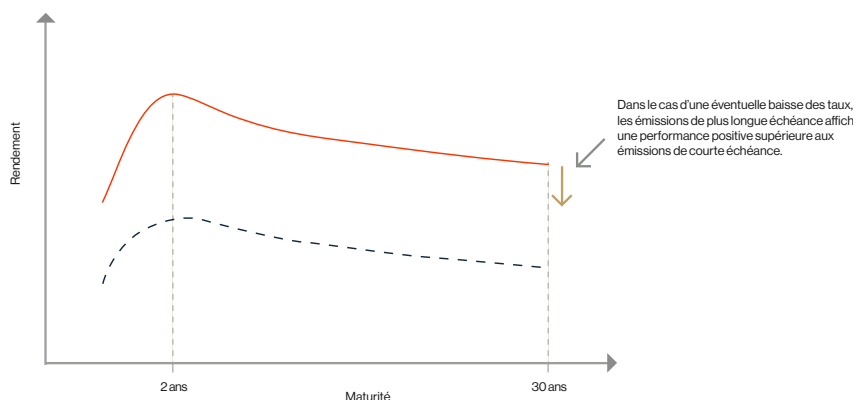
Cependant, et c'est un fait certain, les différents acteurs de la planète Finance, et en particulier ceux issus du Monde 2, ont encore du mal à s'y retrouver. De plus, des doutes subsistent quant à la meilleure façon de parvenir à générer de l'impact et à le mesurer.

Aujourd'hui, les détenteurs d'actifs, les investisseurs ainsi que leurs conseillers ont le choix d'allouer leurs avoirs sur des produits, des classes d'actifs, des émetteurs et des instruments présentant différents niveaux de rendements attendus. Je le mentionnais plus haut, le Monde 2 s'entend sur l'attractivité relative d'émetteurs tels qu'*Eskom* et *Petrobras*, identifiés comme favoris par bon nombre de ces analystes et investisseurs. Il y a quelques jours, l'emprunt de l'émetteur public sud-africain, *Eskom* (première compagnie de production et de distribution d'électricité en Afrique du Sud), affichait un rendement de près de 12 % en dollar sur son émission échéant en 2028⁶. A ces niveaux, l'entité entièrement détenue par l'état sud-africain constitue une opportunité incontournable pour un gérant obligataire spécialisé sur les pays émergents qui raisonne en fonction des seules dimensions du risque et du rendement.

Cependant, un nombre croissant de gérants se trouvent aujourd'hui empêchés de souscrire à ce type d'emprunt du fait d'une politique ISR qui, fort probablement, exclut un émetteur avec des caractéristiques ESG similaires. En effet, *Eskom* figure sur la *Global Coal Exist List* (GCEL) de l'ONG *Urgewald*⁷, affiche 21 controverses sur la plateforme *MSCI ESG* et une notation *MSCI ESG* faible. La société se retrouve également sur la *Watchlist* quant au respect du *Pacte Mondial des Nations Unies* (UNGC : *United Nations Global Compact*) en matière de conformité sur les droits humains et le droit du travail.

Uncas, s'il en est, qui illustre que le rendement (ajusté du risque) ne constitue déjà plus le seul objectif en matière d'investissement.

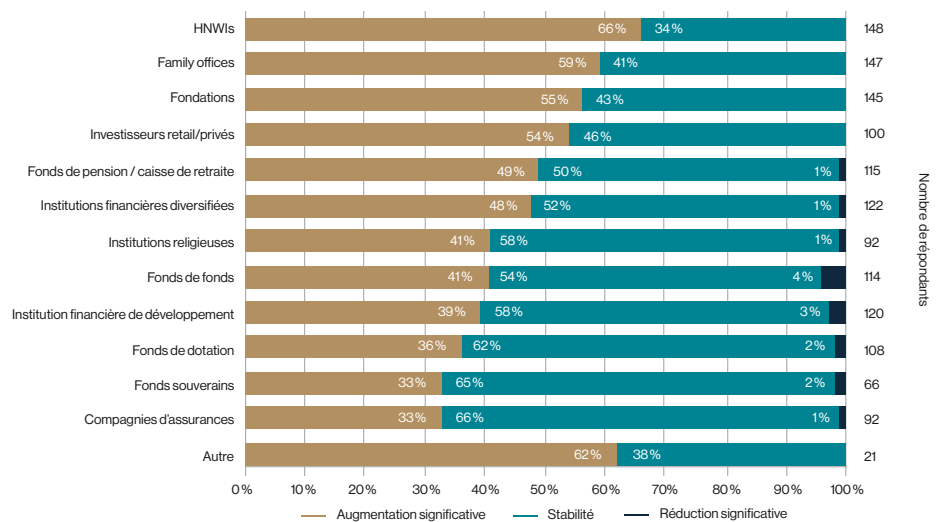
En pratique, par ces exclusions, les investisseurs réduisent non pas les risques purement financiers mais bien le risque social et/ou environnemental qui est lié à des



activités ou comportements peu respectueux des bonnes pratiques sociales et/ou environnementales.

Et au-delà des différents facteurs d'exclusion (GCEL, Controverses, UNGC, etc.), aujourd'hui, la Commission européenne (entre autres instances) mais également de plus en plus de clients nous incitent à intégrer dans nos portefeuilles des sociétés dont les activités sont en mesure d'atténuer le changement climatique ou d'œuvrer à une amélioration des conditions sociales des communautés les plus démunies.

En regard de cet exemple d'investissement de type plutôt traditionnel et pour lequel les instruments financiers utilisés sont relativement liquides (émissions obligataires disponibles sur un marché secondaire), nous pouvons opposer l'exemple d'émetteurs proposant des solutions d'accès à l'énergie solaire de façon décentralisée comme Sun King ou Solar Africa dont les activités s'alignent sur certains des Objectifs de développement durable dont le numéro 7 (énergie propre et d'un coût abordable). Dans ce cas, les instruments utilisés sont plutôt de type dette privée (avec peu d'activités sur un marché secondaire). La criticité des besoins couverts par ces acteurs (accès à l'énergie renouvelable et abordable pour les communautés les plus démunies, inclusion financière, logement abordable, etc.) confère à ces instruments un caractère relativement résilient et une certaine décorrélation par rapport aux fluctuations des marchés financiers. De fait, les rendements attendus varient moins que pour une obligation disponible sur un marché secondaire. Le rendement attendu sur un tel investissement est de l'ordre de 7 à 8 % en USD...



Source : GIIN, 2020 Annual Impact Investor Survey⁸

Une prise de conscience disparate : l'édification de ponts entre les deux mondes est inéluctable

Comme en attestent de nombreuses études sur le sujet, la prise de conscience de l'importance de la thématique de l'impact est réelle notamment parmi les détenteurs d'actifs (« asset owners ») : HNWI, family offices, fondations, investisseurs privés et retail, etc... Les jeunes générations semblent également montrer un intérêt plus marqué que leurs aînés. Entre 2019 et 2021, Fidelity Charitable a publié différentes études⁹ qui rendent compte de l'écart qui existe entre les conseillers et leurs plus jeunes clients sur la compréhension de l'investissement à impact. Alors que plus de 70 % des Millennials et des Gen-Xers fortunés

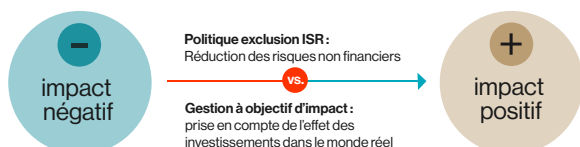
déclarent avoir effectué un investissement à impact, seuls 49 % des conseillers pensent que la pratique de l'investissement à des fins sociales ou environnementales est une tendance à long terme et seuls 53 % des conseillers disent bien comprendre le sujet.

De fait, la question qui se pose maintenant est de savoir comment et dans quelle mesure l'ensemble des acteurs impliqués à différents niveaux, des détenteurs d'actifs aux gérants, en passant par les conseillers en investissement, va intégrer cette dimension dans son approche à la lumière d'applications équivalentes déjà adoptées et pratiquées naturellement dans le cadre de la dimension du risque.

La collaboration entre les différents acteurs de l'industrie (via, par exemple des solutions de blended finance¹⁰) et au-delà, les questions de mesure et de reporting de l'impact sont autant de prérequis qui permettront une adoption plus aisée et efficace de cette nouvelle dimension et un engagement marqué des investisseurs à considérer ce type de solutions d'investissement.

« L'impact investing va plus loin que les investissements environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) à deux titres : tout d'abord, il ne se borne pas à éviter les impacts négatifs, mais recherche à en créer de positifs ; ensuite, il place au premier plan la mesure de l'impact qu'il crée. Les investissements du type ESG n'appliquent pas de dispositifs de mesure mais évaluent les données résultant des engagements ESG d'une entreprise de manière qualitative et non standardisée. Ce type d'évaluation ne permet pas de s'appuyer sur des comparaisons fiables entre activités ou entre entreprises. A l'inverse, le véritable investissement à impact remplace les conjectures par des données solides. »¹¹

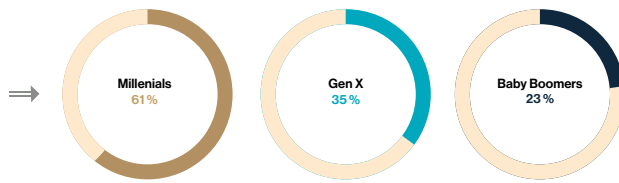
	Eskom	Sun King	
	Pays : Afrique du Sud	Pays : Asie, Afrique et Amérique du Sud; siège social en Inde	
	Secteur d'activité : Production et distribution d'électricité	Secteur d'activité : Solution d'accès à l'énergie solaire	
Risque- Rendement	Type d'émission : Obligations d'entreprise	Type d'émission : Dette privée	Risque- Rendement
	Rendement attendu : 12 % USD sur échéance 2028	Rendement attendu : environ 7 % à 8 %	
	Notation Crédit : CCC+	Notation Crédit : N.A.	
Profil ESG	Coal Exit List	ODD ciblés 1 Travail décent, 7 Énergie propre, 13 Climat	Profil ESG
	21 controverses – statut MSCI : orange	Impact – Quelques chiffres – 82 millions de personnes – 75 % d'augmentation de temps de lecture et d'étude pour les élèves – 15 % d'augmentation de l'épargne des ménages – 84 % des utilisateurs signalent une meilleure qualité de l'air	
	Pacte Mondial : Watchlist		
	Notation ESG (MSCI) : CCC		



Source : BLI

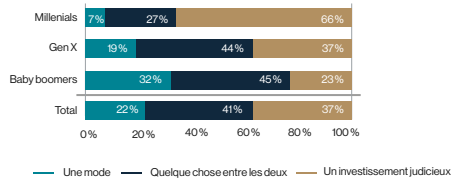
→ Les « Millenials » sont plus actifs dans la gestion à objectif d'impact que les générations plus âgées

34 % de l'ensemble des investisseurs participés à de l'investissement à objectif d'impact.
Mais 6 sur 10 Millenials sont activement impliqués



→ Les jeunes investisseurs sont plus confiants quant aux bénéfices de l'investissement à objectif d'impact

« Je pense que l'investissement à objectif d'impact est... »



Source : Fidelity Charitable

Pour suivre nos analyses des marchés financiers et l'évolution macro-économique : consultez le blog www.blinvestmentsblog.com et abonnez-vous à la newsletter.

1. Aswath Damodaran, *Stern School of Business*, New York University.
2. Les objectifs de développement durable sont un appel à l'action de tous les pays – pauvres, riches et à revenu intermédiaire – afin de promouvoir la prospérité tout en protégeant la planète. Ils reconnaissent que mettre fin à la pauvreté doit aller de pair avec des stratégies qui développent la croissance économique et répondent à une série de besoins sociaux, notamment l'éducation, la santé, la protection sociale et les possibilités d'emploi, tout en luttant contre le changement climatique et la protection de l'environnement.
3. Quand le rendement d'une obligation baisse (dans un contexte de ralentissement de l'économie et de recul de l'inflation, par exemple), son prix augmente et ce, proportionnellement à la maturité de l'obligation.
4. Cohen Ronald (2021). *Impact, Quand l'argent a du cœur*. Saint-Simon.
5. Cohen Ronald, op. cit.
6. ESKOM 8,45 % 10/08/2028.
7. ONG qui entretient une liste mondiale de sortie du charbon, c-à-d. une liste des sociétés participant à la chaîne de valeur de l'industrie du charbon thermique (<https://www.urgewald.org> - <https://www.coalexit.org/>).
8. Les répondants actifs dans la gestion à objectif d'impact depuis moins de cinq ans ont commenté le changement de leur niveau d'investissement depuis la création de leur organisation. La catégorie « Autres » inclut les fonds gouvernementaux, les organisations caritatives et les entreprises.
9. "Impact Investing on the Rise: How Financial Advisors are Adapting" et "Using dollars for change - Seven key insights into impact investing for 2022 and beyond".
10. Blended Finance (financement mixte) : utilisation stratégique du financement du développement pour la mobilisation de fonds supplémentaires en faveur du développement durable dans les pays en développement. Le financement mixte attire des capitaux commerciaux vers des projets qui contribuent au développement durable, tout en offrant des retours financiers aux investisseurs (définition OECD).
11. Cohen Ronald, op. cit.

BLI - Banque de Luxembourg Investments (« BLI ») est une société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF ») et conforme aux dispositions des Directives OPCVM (2009/65/CE) et AIFM (2011/61/EU).

Ce document est destiné de façon générale aux investisseurs privés et investisseurs professionnels. Les personnes intéressées doivent s'assurer qu'elles comprennent les risques inhérents à leurs décisions d'investissement et doivent s'abstenir d'investir tant qu'ils n'ont pas soigneusement évalué, en collaboration avec leurs propres conseillers, l'adéquation de leurs investissements à leur situation financière spécifique, en particulier concernant les aspects légaux, fiscaux et comptables.

Les visions et opinions formulées dans cette publication sont celles de leurs auteurs et ne doivent en aucun cas lier BLI.

Les informations économiques et financières incluses dans cette publication sont communiquées à des fins d'information uniquement sur la base des informations connues à la date de publication et ne peuvent en aucun cas être utilisées ou considérées comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilées à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Chaque information doit être utilisée avec la plus grande précaution et BLI n'assurera aucune responsabilité quant au rendement futur de ces produits et ne pourra être tenue responsable de tout dommage susceptible de résulter de l'utilisation de ce document ou des informations qui y sont contenues. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures et quelle que soit la catégorie d'actifs, le prix, la valeur et le revenu des instruments mentionnés dans le présent document peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs risquent de ne pas récupérer le montant investi.

Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de BLI - Banque de Luxembourg Investments.

Auteur

Jean Philippe Donge, Head of Fixed Income, info@bli.lu ; 25 octobre 2022, 15h30

L'auteur du présent document est employé par BLI - Banque de Luxembourg Investments, société de gestion agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier Luxembourg (CSSF).