



L'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques de transition

Les fonds d'investissement sont exposés aux risques associés au changement climatique, en particulier aux risques de transition. Deux canaux sont possibles : perte de valeur des actifs financiers au portefeuille des fonds (« actifs bruns » notamment, dont l'émetteur exerce des activités néfastes pour le climat) et décollecte des investisseurs faisant évoluer leur comportement d'investissement face aux enjeux climatiques. Les fonds français se sont régulièrement désengagés de certains types d'actifs bruns, entre 2011 et fin 2022, et apparaissent moins exposés aux risques climatiques que leurs homologues européens. Les risques climatiques demeurent cependant importants et affectent de nombreux fonds, avec 24 % d'actifs bruns en moyenne dans les portefeuilles fin 2022. Cette proportion relativement élevée de détention d'actifs bruns influe sur l'exposition aux risques climatiques d'autres acteurs financiers qui détiennent des parts de fonds d'investissement (tels que les compagnies d'assurance).

Tristan JOURDE, Kolotcholoma KONE
Direction de la Stabilité financière
Service d'Évaluation des risques et des vulnérabilités

Codes JEL
G11, G23,
Q54

250 milliards d'euros

d'actifs bruns détenus par les fonds français au troisième trimestre 2022

274 sur **3 200**

fonds français très exposés aux risques climatiques (8,5% de l'échantillon et 6,2% des encours de l'échantillon), au troisième trimestre 2022

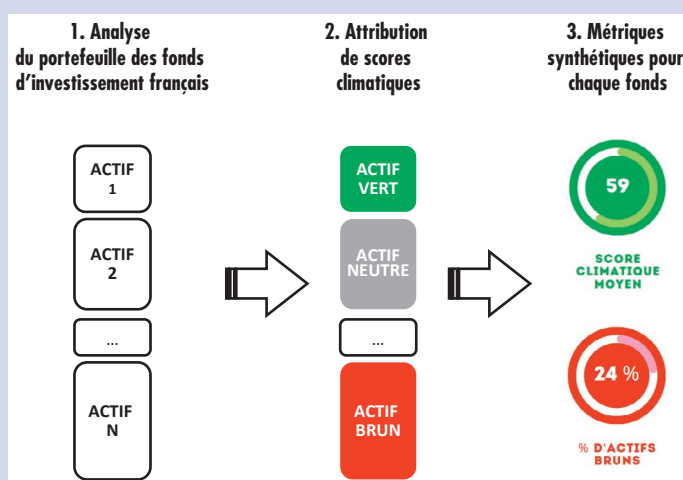
24%

d'actifs bruns en moyenne dans les portefeuilles des fonds français au troisième trimestre 2022

La France : 2^e

pays européen le moins exposé aux risques de transition par le biais des fonds d'investissement, derrière l'Allemagne, à fin 2021

Méthode d'évaluation de l'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques de transition



Note : Environ 3 200 fonds français sont considérés. Les scores climatiques utilisés sont issus de ISS-ESG (cf. description en annexe).
Source : Banque de France.



1 Le changement climatique constitue un risque pour la stabilité financière

Le changement climatique est source de nombreux risques financiers et peut donc constituer un défi majeur pour la stabilité financière (Allen *et al.*, 2021 ; Bolton *et al.*, 2020). En particulier, le dérèglement climatique rend probable une dévalorisation de nombreux actifs financiers (c.-à-d. risque de marché ; Carney, 2015) dès lors que les évolutions politiques et réglementaires liées à la transition écologique et la multiplication des aléas climatiques sont mal anticipées par les investisseurs. Les risques climatiques physiques recouvrent les effets sur les acteurs économiques (et, indirectement, financiers) des aléas liés au climat, tels que les événements météorologiques extrêmes. Les risques climatiques de transition découlent de l'impact des changements i) de préférence des consommateurs et des investisseurs, ii) de technologies et iii) de politique publique, par exemple des changements de réglementation ou l'introduction d'une taxe carbone (G20 Green Finance Study Group, 2017 ; NGFS, 2019). Ces coûts peuvent affecter le capital productif des entreprises les plus polluantes, leurs carnets de commandes, leur capacité de financement et leur compétitivité.

La nature multiforme des risques climatiques, l'incertitude sur leur ampleur et leur temporalité, et la difficulté à estimer leurs effets sur les agents économiques peuvent conduire les acteurs financiers et les marchés à une appréciation erronée de l'importance du risque (FMI, 2020 ; NGFS, 2022). Pour se prémunir contre les risques climatiques, les institutions financières chercheront à réduire leurs expositions aux titres émis ou aux crédits octroyés aux entreprises les plus polluantes (« actifs bruns ») et à accompagner leur transformation.

Les institutions financières peuvent aussi chercher à allouer plus de financements aux actifs mieux alignés sur les objectifs de transition écologique, dits « verts », même si cette évolution de leur allocation ne relève pas à strictement parler d'une logique de gestion des risques. Dans ce contexte, les acteurs financiers français se sont notamment engagés depuis juillet 2019¹ à prendre des mesures pour mettre fin à terme au financement du charbon thermique et, plus généralement, à développer une stratégie cohérente avec un objectif de neutralité carbone à l'échéance 2050.

Cet article se focalise sur l'exposition des fonds d'investissement français² aux risques de transition³. Ces risques peuvent affecter les fonds d'investissement à travers deux canaux : une perte de valeur des actifs financiers représentatifs d'activités ou d'émetteurs « bruns » dans le portefeuille des fonds et une décollecte brutale des investisseurs qui modifieraient leur comportement d'investissement à la suite d'une réappréciation de la sévérité des enjeux climatiques. Compte tenu de leur taille et de leur rôle clé dans l'intermédiation financière⁴, l'exposition des fonds d'investissement aux risques climatiques pourrait avoir des conséquences systémiques pour le système financier (cf. encadré 1). En France, les fonds d'investissement représentaient plus de 22%⁵ des actifs sous gestion fin 2022, et la proportion de titres détenus par les compagnies d'assurance françaises et gérés par des fonds d'investissement était d'environ 32% (contre 25% pour les ménages et 4% pour les banques). Par ailleurs, les fonds d'investissement jouent un rôle important dans le passage à l'échelle (*scaling up*) du financement de la transition dont on estime qu'une multiplication par six constitue une condition nécessaire pour respecter les engagements internationaux sur le climat (CPI, 2021).

1 Cf. la « déclaration de Place du 2 juillet 2019 : une nouvelle étape pour une finance verte et durable ».

2 Les fonds d'investissement sont des organismes de détention collective d'actifs financiers qui permettent aux investisseurs (particuliers ou entreprises) de bénéficier de l'expertise de gestionnaires de placements professionnels et d'économies d'échelle.

3 Le choix de se focaliser sur les risques de transition est lié à l'horizon relativement court de leur matérialisation par rapport aux risques physiques (Stroebel et Wurgler, 2021). D'après cette enquête menée auprès d'universitaires et de professionnels de la finance, la matérialisation des risques de transition pourrait se produire au cours des cinq prochaines années, tandis que les risques physiques deviendraient un risque majeur pour le système financier au cours des trente prochaines années.

4 L'industrie mondiale de la gestion d'actifs joue un rôle de plus en plus important dans la répartition des liquidités et des financements entre les secteurs économiques par l'intermédiaire des marchés financiers, avec une valeur totale des actifs nets atteignant 41 000 milliards de dollars au premier trimestre 2022 (FMI, 2022).

5 Seuls les actifs en gestion directe sont pris en compte dans le calcul de ce pourcentage (données SHS-S).



ENCADRÉ 1

Les principaux canaux de transmission des risques climatiques par le biais des fonds d'investissement

Les risques climatiques physiques et de transition peuvent affecter les agents économiques sous la forme de dommages physiques, d'interruptions d'activité, et plus largement par une modification des conditions de marché (ruptures technologiques, changement de préférence des consommateurs, nouvelles réglementations, détérioration des conditions de financement et d'assurance). Par conséquent, les entreprises exposées aux risques climatiques, notamment les plus polluantes sur le plan des risques de transition ou les moins bien localisées sur le plan des risques physiques, pourraient voir leur activité pénalisée, conduisant à une diminution des résultats et à une augmentation des probabilités de défaut (De Gaye et Lisack, 2022).

Il existe deux canaux de transmission par lesquels les risques climatiques peuvent affecter les fonds d'investissement et, par leur intermédiaire, la stabilité financière : le risque de marché et le risque de décollecte des investisseurs (cf. schéma *infra*).

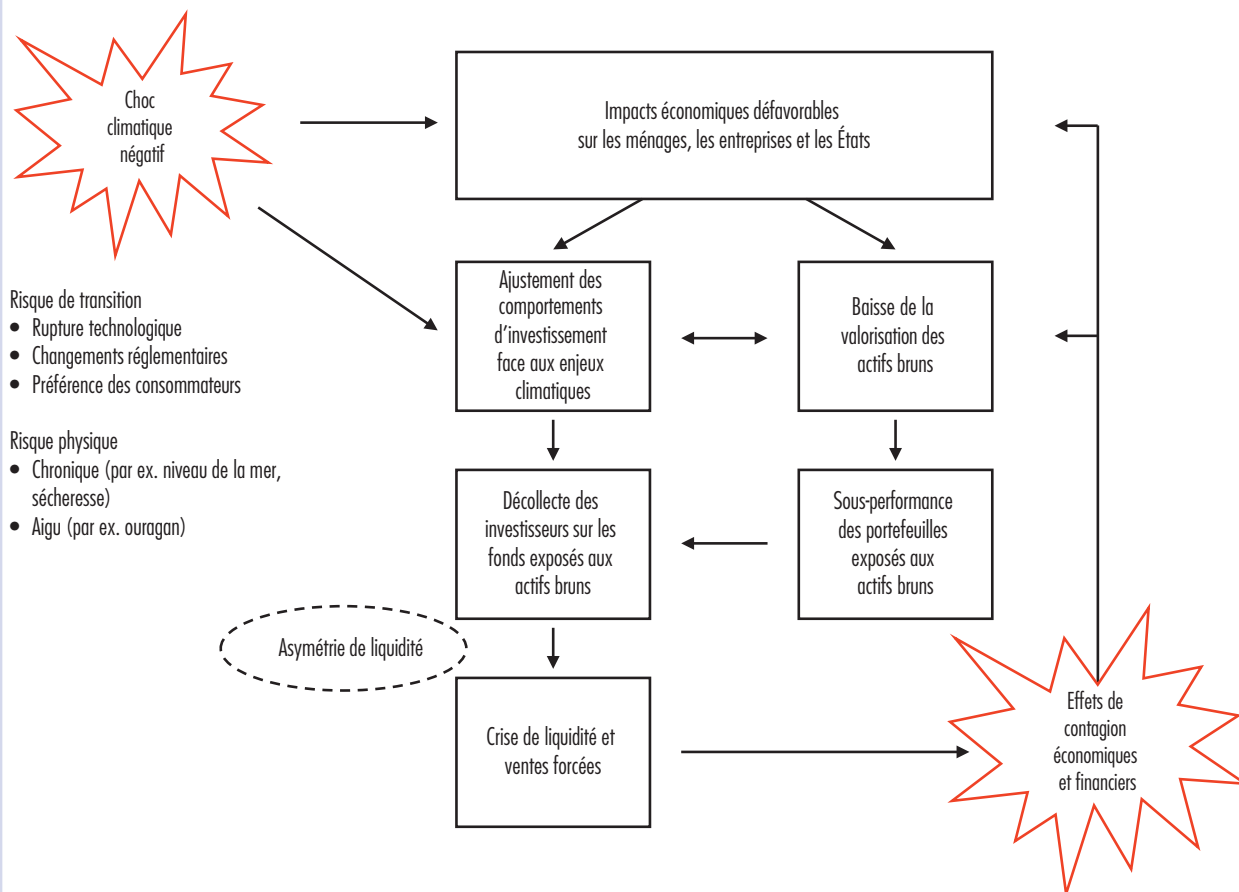
- **Risque de marché** : ce premier canal est commun à de nombreux acteurs financiers. La prise en compte des risques climatiques par les marchés financiers, qui pourrait être soudaine, conduira à une révision à la baisse de la valeur des actifs bruns (Pástor *et al.*, 2021 ; Ardia *et al.*, 2021). Un tel choc entraînera une sous-performance des fonds les plus exposés aux actifs bruns et des pertes financières pour leurs investisseurs¹ ;
- **Risque de décollecte** : certains fonds allouent une proportion importante de leurs portefeuilles à des actifs peu liquides, tout en offrant une liquidité quotidienne aux investisseurs pour le rachat de leurs parts (risque d'asymétrie de liquidité). L'intensification des risques climatiques et les pertes financières associées peuvent générer un ajustement du comportement des investisseurs (souhait de se désengager de certains fonds face aux risques climatiques par exemple). Ainsi, des sorties massives des investisseurs des fonds exposés aux actifs bruns pourraient contraindre ces fonds à des ventes forcées d'actifs pour satisfaire les demandes de rachat de parts, entraînant de potentiels effets de contagion à l'ensemble du système financier (Jondeau *et al.*, 2021 sur le risque d'assèchement de la liquidité des actifs bruns).

¹ À l'inverse, une surestimation de l'ampleur et de la rapidité de la transition risquerait d'entraîner l'émergence d'une bulle sur les actifs verts (Brav et Heaton, 2021 ; Jourde et Stalla-Bourdillon, 2021, 2023). Un tel phénomène pourrait également avoir des répercussions négatives sur les fonds d'investissement, mais son analyse dépasse le cadre de ce *Bulletin*.

.../...



Canaux de transmission du risque climatique par le biais des fonds d'investissement



Source : Auteurs.

Peu d'études ont été réalisées sur l'exposition aux risques climatiques des fonds d'investissement. Les rapports communs Banque centrale européenne/Comité européen du risque systémique (BCE/CERS, 2020, 2021) montrent que les fonds d'investissement européens sont plus exposés aux risques de transition que les banques et les assurances à travers leurs détentions de titres. Néanmoins, Ceccarelli *et al.* (2023) indiquent que les fonds européens et américains ont eu tendance à se désengager des entreprises les plus polluantes depuis 2018. Amzallag (2022) se concentre sur la forte interconnexion des fonds européens les plus exposés aux actifs bruns par le biais de détentions de portefeuille communes, qui peut représenter un risque systémique en cas de choc climatique majeur. Parallèlement, Cerqueti *et al.* (2021) montrent que les fonds labélisés ESG – qui respectent des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance – sont moins exposés aux effets

de contagion liés à la liquidation d'actifs par d'autres fonds en raison du caractère différenciant de leurs portefeuilles et parce que les investisseurs responsables sont plus réticents à vendre les actifs ESG, même en période de crise. Enfin, le troisième rapport commun Autorité de contrôle prudentiel et de résolution/Autorité des marchés financiers (ACPR/AMF, 2022) réalise une estimation de l'exposition des fonds français au charbon (entre 1 et 2,3% de l'encours sous gestion des fonds en 2021), ainsi qu'au pétrole et au gaz (3,4% environ en 2021).

Cet article dresse un diagnostic de l'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques de transition à travers une analyse de leurs détentions d'actifs. L'analyse présente une vue dynamique de l'exposition des fonds d'investissement français aux risques de transition entre 2011 et 2022 et propose une comparaison avec



les autres pays européens. Enfin, cette étude identifie les types d'institutions financières les plus exposés aux risques climatiques par le biais des fonds d'investissement.

2 L'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques de transition

Une faible proportion des fonds français est fortement exposée aux risques climatiques

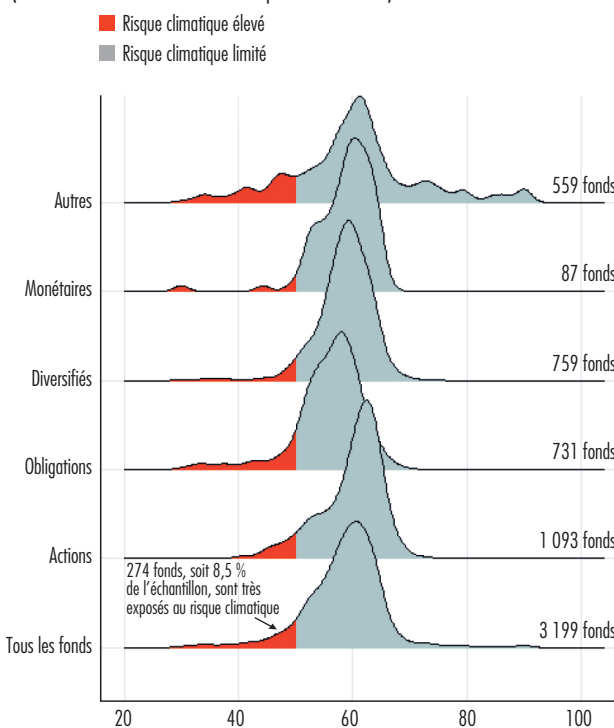
Pour identifier les fonds fortement exposés aux risques climatiques de transition, un score climatique est calculé pour chaque fonds sur la base d'une évaluation de l'exposition aux risques climatiques des actifs financiers au portefeuille (cf. annexe méthodologique, à noter que la mesure de risque climatique utilisée dans cette analyse ne constitue pas une norme établie). Ce score climatique tient compte de l'appartenance sectorielle des actifs du portefeuille, de leurs émissions historiques (au niveau des émetteurs) et d'une évaluation prospective fondée sur les politiques de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Les fonds dont le score est inférieur à 50 sont considérés comme fortement exposés aux risques de transition, leur portefeuille contenant une majorité d'actifs (en valeur) insuffisamment alignés sur les objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre. La valeur de ces actifs devrait baisser dans le futur, potentiellement brutalement en cas de transition désordonnée ou d'accroissement de la sensibilité des investisseurs aux risques climatiques (Delis *et al.*, 2018).

Sur les 3 199 fonds français considérés (soit un tiers des fonds français représentant presque deux tiers des encours sous gestion)⁶, 274 apparaissent fortement exposés aux risques de transition, soit 8,5% des fonds étudiés et 6,2% du total des encours étudiés (cf. graphique 1). À l'inverse, un petit nombre de fonds (55 fonds, cf. encadré 2 sur le lien entre divulgation ESG et alignement des fonds sur les

objectifs climatiques) présente un score climatique élevé, supérieur ou égal à 75. En outre, l'analyse par type de fonds révèle que les fonds actions, obligataires et sans catégorie⁷ sont plus à risque, tandis que les fonds diversifiés (investis sur plusieurs classes d'actifs) et monétaires sont globalement moins exposés aux risques de transition.

G1 Distribution des fonds d'investissement français par catégorie, en fonction de leur score de risque climatique

(en abscisse : score climatique des fonds)



Champ : Échantillon de 3 199 fonds français représentant environ 62,5% des encours sous gestion de la base OPC titres. Les fonds immobiliers ont été exclus de l'analyse.

Lecture : Un score climatique élevé est associé à une meilleure performance climatique. Seule une minorité de fonds apparaissent en risque élevé, c.-à-d. avec un score climatique inférieur ou égal à 50 (aire en rouge).

Note : Distribution des fonds, fondée sur une fonction de densité, par rapport à leur score climatique et au type de fonds.

Données au troisième trimestre 2022.

Sources : Calculs des auteurs, OPC titres, CSDB, ISS-ESG.

⁶ Ces 3 199 fonds français représentent 32,5% des fonds d'investissement français de la base OPC titres au troisième trimestre 2022 et 62,5% du total des encours sous gestion. Ils sont issus d'un processus de sélection détaillé en annexe visant à optimiser la qualité des données. Bien que cette procédure ne garantisse pas la parfaite représentativité de l'échantillon sélectionné, elle semble satisfaisante pour effectuer une première évaluation des effets attendus des risques climatiques sur les fonds d'investissement français.

⁷ Les fonds sans catégorie (Autres) couvrent notamment les fonds d'épargne salariale, les fonds à gestion alternative identifiés sur la base de leur auto-déclaration, les fonds à formule et fonds de capital investissement. Les fonds immobiliers, qui représentent environ 3,7% de l'encours total des fonds français, ont été exclus de l'analyse car ils sont majoritairement investis sur des actifs non couverts par les données climatiques ISS-ESG.



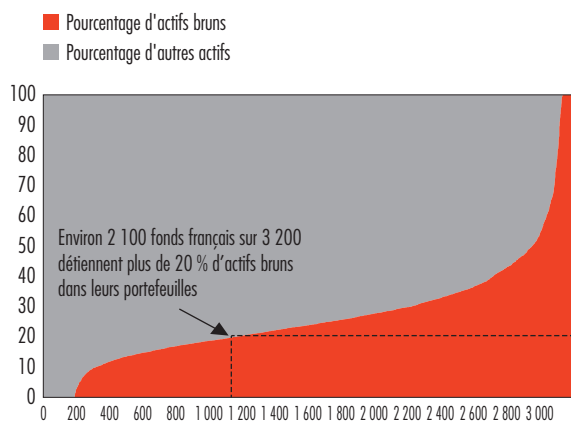
Un risque climatique non négligeable pour de très nombreux fonds

D'après l'analyse précédente, seule une minorité de fonds français serait fortement exposée aux risques de transition. Toutefois, cette conclusion repose sur la moyenne du score climatique de tous les actifs du portefeuille, une méthode de calcul qui présume que la détention d'actifs verts compensera la baisse du prix des actifs bruns en cas de choc climatique (Pástor *et al.*, 2021 ; Ardia *et al.*, 2021). La crédibilité d'une telle hypothèse est discutable, notamment en raison des craintes liées à l'émergence d'une « bulle verte » (Borio *et al.*, 2023 ; Jourde et Stalla-Bourdillon, 2021, 2023 ; *The Economist*, 2021).

Dès lors que les actifs verts ne représentent pas des instruments de couverture efficaces, il convient de se focaliser sur le pourcentage de détention d'actifs bruns (actifs dont le score climatique individuel est inférieur à 50, cf. annexe méthodologique pour une discussion des approches possibles pour l'identification de ces actifs et la méthodologie retenue dans cette étude) au sein du portefeuille des fonds français. Le graphique 2 révèle que près de 2 100 fonds français sur les 3 199 fonds analysés détiennent plus de 20% d'actifs bruns dans leurs portefeuilles. Sans ajustement de leur part, ces fonds pourraient donc connaître des pertes importantes à la suite d'une réévaluation de grande ampleur du prix de ces actifs.

G2 Part des actifs bruns dans les portefeuilles des fonds d'investissement français

(en abscisse : nombre de portefeuilles en unités ;
en ordonnée : part des actifs bruns en %)



Note : Les fonds sont classés par ordre croissant du pourcentage d'actifs bruns dans leurs portefeuilles.
Données au troisième trimestre 2022.
Sources : Calculs des auteurs, OPC titres, CSDB, ISS-ESG.

Toutefois un nombre limité de fonds de grande taille détient la majorité des actifs bruns dans l'échantillon

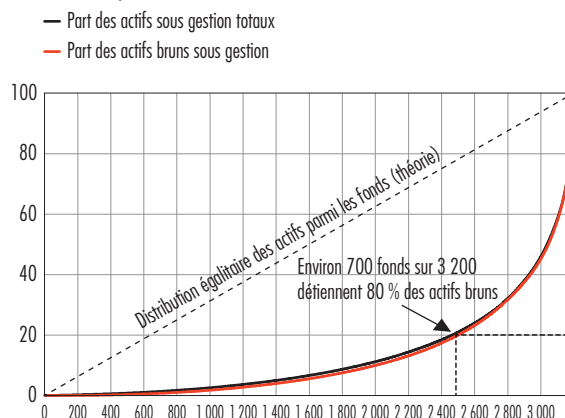
Les fonds les plus importants en matière d'actifs sous gestion revêtent une importance particulière, en raison i) des effets de contagion plus massifs en cas de ventes forcées et ii) d'un impact plus notable sur le coût de financement des entreprises en cas de réallocation à la suite d'une sortie des actifs bruns.

Les actifs bruns représentent 24% des actifs détenus (soit 249 milliards d'euros, au sein de l'échantillon des 3 199 fonds français, cf. annexe). Le graphique 3 met en évidence une forte concentration de ces actifs bruns dans les portefeuilles des fonds : une minorité de fonds (environ 700 sur 3 199, soit 22% de l'ensemble des fonds) détient plus de 80% du total des actifs bruns au sein de l'échantillon sélectionné. Ce résultat pour la gestion d'actifs en France est ainsi comparable aux conclusions des rapports communs BCE/CERS (2020, 2021) pour les banques en Europe. De nombreux fonds sont significativement exposés aux risques de transition avec une forte concentration de ces risques parmi une petite minorité de fonds.

Cette répartition est aussi inégale que la distribution des actifs sous gestion en général. Les fonds les plus importants en matière d'actifs sous gestion détiennent de plus grandes

G3 Niveau de concentration des actifs bruns dans les portefeuilles des fonds d'investissement français

(en abscisse : nombre de portefeuilles en unités ;
en ordonnée : part de détention cumulée des actifs bruns en %)



Note : Les fonds sont classés par ordre croissant du montant d'actifs bruns dans leurs portefeuilles.
Répartition du total des actifs bruns au sein des portefeuilles des fonds français. Données au troisième trimestre 2022.
Sources : Calculs des auteurs, OPC titres, CSDB, ISS-ESG.



quantités d'actifs bruns, ce qui leur confère une triple responsabilité : l'alignement des fonds de grande taille est primordial pour limiter le risque de contagion, envoyer un signal prix (c.-à-d. augmentation du coût des fonds propres) aux entreprises les plus émettrices et favoriser le financement de la transition écologique.

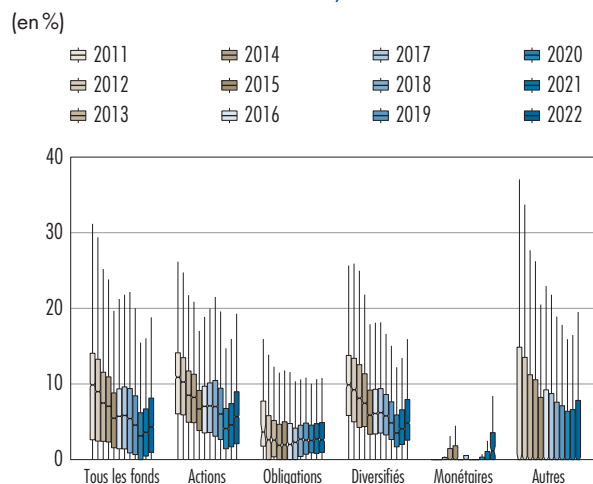
3 Une mise en perspective historique et géographique

Un désengagement progressif des secteurs bruns depuis 2011

Dans quelle mesure les fonds d'investissement français ont-ils ajusté leur allocation d'actifs au cours des dernières années pour s'aligner sur les objectifs climatiques ? Le score climatique utilisé précédemment représente la situation à fin 2022 et la couverture des données climatiques nécessaires pour le calcul du score avant cette date est limitée. L'étude du pourcentage de détentions d'actifs appartenant à des secteurs bruns (pétrole, charbon, minerais et métaux, transport aérien⁸)⁹ au sein des portefeuilles des fonds (cf. annexe) permet de contourner ce problème.

Les fonds actions, diversifiés et sans catégorie, ont tous réduit leurs détentions de secteurs bruns entre 2011 et 2022, la médiane des détentions des fonds passant de 10% à 4,5% sur la période (cf. graphique 4). L'effet est d'autant plus notable que les fonds actions, diversifiés et sans catégorie, sont les plus exposés aux secteurs bruns. De plus, pour tous les types de fonds (à l'exception des fonds monétaires), la part des secteurs bruns parmi les fonds les plus exposés a aussi diminué au fil du temps. À l'inverse, la part des actifs bruns des fonds monétaires a augmenté, mais son poids reste modeste, inférieur à 2% du portefeuille.

G4 Part des secteurs bruns dans les portefeuilles des fonds d'investissement français



Note : Évolution de la détention en pourcentage d'actifs des secteurs bruns au sein des portefeuilles des fonds français. Pour chaque date, nous représentons la médiane (trait horizontal en gras), les premiers et troisièmes quartiles (bornes inférieures et supérieures du rectangle), et la valeur la plus basse et la plus élevée (dans un intervalle de 1,5 fois l'interquartile en dessous/au-dessus du premier/troisième quartile, extrémité basse et haute de la droite associée à chaque date). Données entre 2011 et fin 2022.

Sources : Calculs des auteurs, OPC titres, CSDB.

L'analyse suggère donc que les fonds d'investissement ont réduit leurs expositions aux secteurs bruns sélectionnés, soit par un effet flux, en excluant les secteurs les plus polluants (vente de la position), soit par un effet valorisation (baisse relative du prix de marché des secteurs bruns). L'effet valorisation semble jouer un rôle important dans la mesure où la part de la capitalisation des secteurs bruns au sein du marché actions européen a été divisée par deux sur la même période¹⁰. Ces résultats sont encourageants quant à la capacité des acteurs financiers français à atteindre leurs objectifs d'arrêt rapide du financement du charbon thermique et d'accompagnement d'une trajectoire de neutralité carbone de l'économie européenne d'ici 2050.

⁸ La classification sectorielle utilisée (*Global Industry Classification Standard*) ne permet pas d'identifier les producteurs de lithium, dont l'inclusion dans la liste des secteurs bruns est discutable. Néanmoins, le lithium représente une faible proportion de l'ensemble de l'industrie minière, tant en termes de volumes que de revenus. Son inclusion n'est donc pas susceptible de biaiser les résultats de l'analyse.

⁹ Ces secteurs sont également parmi les moins bien notés selon le score climatique ISS utilisé dans le reste de l'étude (cf. graphique A2).

¹⁰ Part estimée à partir des indices de Refinitiv Datastream. La liste de secteurs retenue est comparable à celle utilisée pour identifier les détentions de secteurs bruns par les fonds.



ENCADRÉ 2

Divulgation ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) par les fonds d'investissement : un signal utile des risques climatiques de transition

La présence d'une référence à des termes environnementaux au sens large (par ex. climat, environnement, vert, ISR, ESG, etc.)¹ dans les libellés des fonds reflète-t-elle bien un effort de réduction de l'exposition de ces fonds aux risques climatiques ou s'agit-il davantage d'un outil de communication ? Plusieurs études montrent que les fonds d'investissement labélisés ESG bénéficient d'une collecte plus importante que leurs homologues non labélisés (par ex. Hartzmark et Sussman, 2019), ce qui pourrait encourager les fonds à avoir recours à l'écoblanchiment (*greenwashing*).

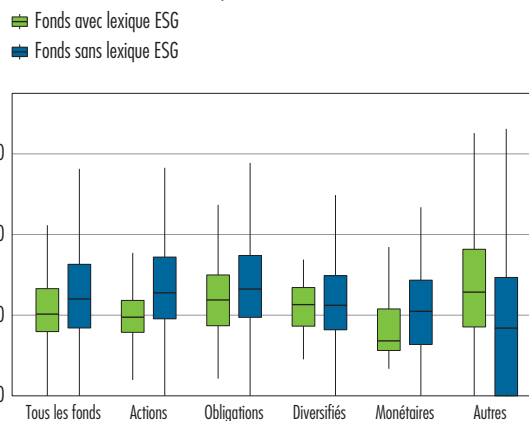
Le graphique ci-contre indique que les fonds d'investissement français qui adoptent un lexique ESG dans leur intitulé détiennent moins d'actifs bruns au sein de leurs portefeuilles que leurs équivalents non labélisés. Ce résultat est statistiquement significatif, et est valide en particulier pour les fonds actions, obligataires et monétaires. Les résultats sont cohérents avec ceux de Bui Quang et Nefzi (2023) qui étudient les fonds actions français labélisés ESG en se fondant sur une autre métrique de risque climatique. L'étude de Darpeix et Demartini (2023) révèle également que les fonds français qui déclarent un objectif d'investissement durable (article 9 du règlement SFDR²) détiennent plus d'obligations vertes et sont moins exposés aux énergies fossiles.

Malgré ce résultat positif, la détention d'actifs bruns par les fonds qui adoptent un lexique ESG reste élevée, ce qui plaide en faveur du développement de labels stricts, axés sur les plans de transition des institutions, permettant ainsi aux investisseurs de faire des choix mieux informés. La mise en place d'une obligation de publication d'informations climatiques par les fonds d'investissement (cf. règlement SFDR) peut également inciter les fonds à réduire leur exposition aux risques climatiques (Mésonnier et Nguyen, 2021).

1 Cette identification fondée sur un lexique suit l'approche de Brière et Ramelli (2021). La recherche du lexique est effectuée en français et en anglais.
2 Sustainable Finance Disclosure Regulation.

Détention d'actifs bruns par les fonds adoptant un lexique ESG

(part d'actifs bruns dans le portefeuille des fonds, en %)



Note : Pourcentage d'actifs bruns dans le portefeuille des fonds français, avec ou sans lexique ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance) dans leur intitulé. Pour chaque type de fonds nous représentons la médiane (trait horizontal en gras), les premiers et troisièmes quartiles (bornes inférieures et supérieures du rectangle), et la valeur la plus basse et la plus élevée (dans un intervalle de 1,5 fois l'interquartile en dessous/au-dessus du premier/troisième quartile, extrémité basse et haute de la droite associée à chaque type de fonds). Données au troisième trimestre 2022.
Sources : Calculs des auteurs, OPC titres, CSDB, ISS-ESG.

Les fonds français sont généralement moins exposés aux risques climatiques que les fonds européens

Dans cette partie, nous comparons le niveau d'exposition des fonds d'investissement français aux actifs bruns par

rapport à leurs homologues européens à décembre 2021¹¹ (cf. équation 2 en annexe et graphique 5). L'analyse révèle que les fonds d'investissement français détiennent globalement moins d'actifs bruns que ceux domiciliés dans les autres pays européens¹². La France se place en

11 L'échantillon de fonds européens retenu, après application des filtres détaillés en annexe visant à optimiser la qualité des données, couvre environ la moitié des actifs sous gestion des fonds européens.

12 Cette différence est statistiquement significative.



deuxième position, après l'Allemagne. L'écart de détention d'actifs bruns entre la France et les autres pays européens existe pour tous les types de fonds.

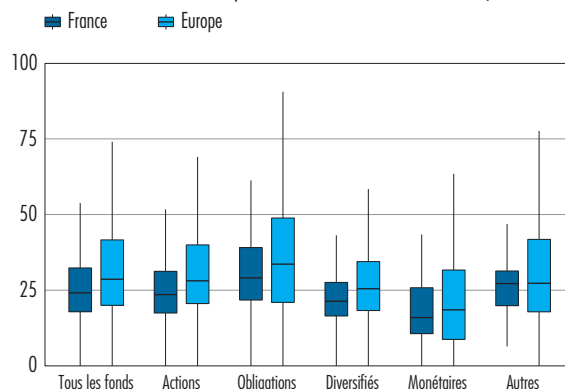
Cet écart d'exposition aux risques de transition peut notamment s'expliquer par le fait que les fonds tendent à détenir plus d'actifs nationaux qu'étrangers dans leurs portefeuilles. Or, les entreprises et les obligations souveraines françaises obtiennent en moyenne de meilleurs scores climatiques que leurs partenaires européens (cf. graphiques A3 et A4 en annexe). Par conséquent, les fonds d'investissement français ressortent moins exposés aux risques de transition que leurs équivalents européens qui devront déployer plus d'efforts pour aligner leurs portefeuilles sur les objectifs climatiques.

4 L'ensemble du système financier est exposé aux risques climatiques de transition par l'intermédiaire des fonds d'investissement

Les fonds d'investissement servent d'intermédiaires aux agents économiques pour investir sur les marchés financiers. Dans ce contexte, les pertes réalisées par les fonds d'investissement se répercutent en définitive à d'autres investisseurs, exposant le reste du système financier à un risque de contagion. Quelles sont les catégories d'investisseurs français les plus exposées aux actifs bruns à travers leurs détentions directes et par le biais des gestionnaires d'actifs ?

Les fonds, les assureurs et les banques représentent les catégories d'investisseurs français qui détiennent le montant le plus élevé de titres bruns en détention directe (soit respectivement 261, 238 et 229 milliards d'euros), comme illustré par le graphique 6. En pourcentage par rapport à l'ensemble de leurs portefeuilles de titres (hors parts de fonds), les fonds détiennent 24% d'actifs bruns, contre 18% pour les assurances et 22% pour les banques. La prépondérance des actifs bruns dans les portefeuilles des fonds d'investissement par rapport aux autres catégories d'investisseurs demeure lorsque l'on ventile les actifs par catégorie (actions ou obligations) et par type d'émetteur (sociétés non financières, sociétés financières et secteur public). Ces résultats suggèrent que les détentions de portefeuille des fonds ne sont pas le simple reflet des actifs disponibles : les fonds sont particulièrement exposés aux actifs bruns et, par conséquent, aux risques climatiques de transition.

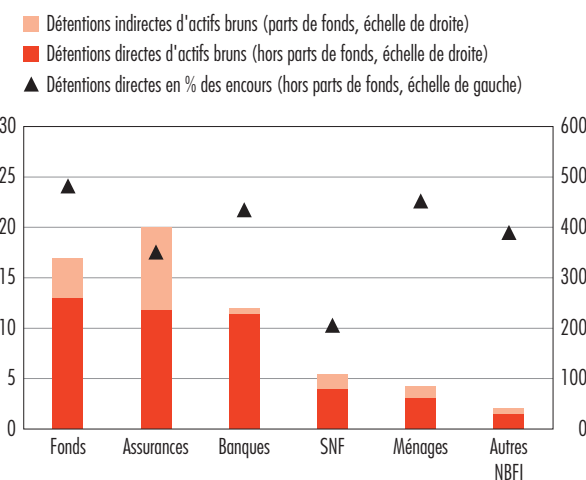
G5 Comparaison France et Europe par type de fonds d'investissement (part d'actifs bruns dans le portefeuille des fonds, en %)



Note : Comparaison, pour chaque type de fonds, des détentions d'actifs bruns par les fonds français et européens (Union européenne et Royaume-Uni, hors France). Pour chaque type de fonds, nous représentons la médiane (trait horizontal en gras), les premiers et troisièmes quartiles (bornes inférieures et supérieures du rectangle), et la valeur la plus basse et la plus élevée (dans un intervalle de 1,5 fois l'interquartile en dessous/au-dessus du premier/troisième quartile, extrémité basse et haute de la droite associée à chaque type de fonds). Données à décembre 2021. Sources : Calculs des auteurs, Lipper Refinitiv, CSDB, ISS-ESG.

G6 Expositions aux actifs bruns de différentes catégories d'investisseurs français, notamment par le biais des fonds d'investissement

(échelle de gauche : en % ; échelle de droite : en milliards d'euros)



Note : Seuls les titres sont considérés, les prêts bancaires sont donc exclus de l'analyse. Les chiffres présentés sont des estimations qui peuvent différer en fonction de la définition d'actifs bruns retenue. NBF, institutions financières non bancaires ; SNF, sociétés non financières. Données au quatrième trimestre 2022. Sources : Calculs des auteurs, SHS-S, Lipper Refinitiv, OPC titres, CSDB, ISS-ESG.



Les différentes catégories d'investisseurs détiennent également des actifs bruns de manière indirecte par l'intermédiaire des fonds d'investissement¹³. La détention d'actifs bruns des assureurs augmente ainsi de 163 milliards d'euros après mise en transparence du portefeuille des fonds, contre seulement 10 milliards pour les banques (cf. graphique 6). Le pourcentage de détention de titres bruns des assureurs français se dégrade donc notablement, passant de 18% du total des actifs¹⁴ à 20% du total des actifs¹⁵. Ce point est d'autant plus central que les assureurs servent eux-mêmes d'intermédiaires aux ménages par le biais des produits d'assurance-vie (non représentés sur le graphique 6). La proportion d'actifs bruns détenus par les fonds d'investissement a par

conséquent une incidence sur l'exposition des autres catégories d'investisseurs aux risques de transition.

*
**

Dans l'ensemble, une meilleure prise en compte des enjeux climatiques par les différentes catégories d'investisseurs, intégrant à la fois la détention directe, mais également l'exposition indirecte au travers des fonds, est souhaitable pour assurer une bonne maîtrise des risques de transition. Au-delà de la gestion directe, il s'agit d'amplifier la collecte des fonds les mieux alignés sur les objectifs climatiques et d'inciter les autres fonds d'investissement à gérer prudemment leur exposition aux actifs bruns.

13 L'analyse des détentions indirectes nécessite la mise en transparence du portefeuille des fonds d'investissement. Ce procédé consiste à remplacer les parts de fonds figurant dans les portefeuilles des différentes catégories d'investisseurs par les actifs détenus par l'intermédiaire de ces fonds.

14 Pourcentage calculé hors parts de fonds au dénominateur.

15 Pourcentage calculé en incluant les parts de fonds au dénominateur.



Bibliographie

ACPR/AMF, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution/Autorité des marchés financiers (2022)
Suivi et évaluation des engagements climatiques des acteurs de la Place, troisième rapport commun, octobre.

Allen (T.), Boissinot (J.), Clerc (L.) et Dees (S.) (2021)
« Élaborer des scénarios de transition climatique pour gérer les risques financiers », *Bulletin de la Banque de France*, n° 237/9, septembre-octobre.
[Télécharger le document](#)

Amzallag (A.) (2022)
« Fund portfolio networks: a climate risk perspective », *International Review of Financial Analysis*, vol. 84, 102259.

Ardia (D.), Bluteau (K.), Boudt (K.) et Inghelbrecht (K.) (2022)
« Climate change concerns and the performance of green versus brown stocks », *Management Science*.

BCE/CERS, Banque centrale européenne/Comité européen du risque systémique (2020)
Positively green: Measuring climate change risks to financial stability, BCE et ESRB Project Team on climate risk monitoring, Frankfurt am Main, juin.

BCE/CERS (2021)
Climate-related risk and financial stability, BCE et ESRB Project Team on climate risk monitoring, Frankfurt am Main, juillet.

Bolton (P.), Després (M.), Pereira da Silva (L. A.), Samama (F.) et Svartzman (R.) (2020)
« "Le Cygne Vert" : les banques centrales à l'ère des risques climatiques », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/8, mai-juin.
[Télécharger le document](#)

Borio (C.), Claessens (S.) et Tarashev (N.) (2023)
« Finance and climate change risk: Managing expectations », *CESifo Forum*, vol. 24, n° 1, p. 5-7, Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo), avril.

Brav (A.) et Heaton (J. B.) (2021)
« Brown assets for the prudent investor », *Harvard Business Law Review Online*, vol. 12.

Briere (M.) et Ramelli (S.) (2021)
« Green sentiment, stock returns, and corporate behavior », SSRN, 3850923.

Bui Quang (P.) et Nefzi (D.) (2023)
« Les fonds labélisés sont-ils plus verts ? », *Bloc-notes Éco*, billet n° 311, Banque de France, mars.
[Consulter le billet](#)

Carney (M.) (2015)
« Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability », Lloyd's of London, Londres, discours du 29 septembre.

Ceccarelli (M.), Ramelli (S.) et Wagner (A. F.) (2023)
« Low-carbon mutual funds », *Review of Finance*.

Cerqueti (R.), Ciciretti (R.), Dalò (A.) et Nicolosi (M.) (2021)
« ESG investing: A chance to reduce systemic risk », *Journal of Financial Stability*, vol. 54, 100887.

Clerc (L.), Bontemps-Chanel (A.-L.), Diot (S.), Overton (G.), Soares De Albergaria (S.), Vernet (L.) et Louardi (M.) (2021)
« Une première évaluation des risques financiers dus au changement climatique – Les principaux résultats de l'exercice pilote climatique 2020 », *Analyses et synthèses*, n° 122, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

CPI, Climate Policy Initiative (2021)
Global Landscape of Climate Finance 2021, décembre.

Darpeix (P.-E.) et Demartini (A.) (2023)
État des lieux des classifications SFDR sur le marché des fonds français et exposition des portefeuilles aux énergies fossiles à fin 2021, Autorité des marchés financiers, mars.



De Gaye (A.) et Lisack (N.) (2022)

« Too little, too late: Impact d'une transition climatique désordonnée », *Bloc-notes Éco*, billet n° 255, Banque de France, février.

[Consulter le billet](#)

Delis (M. D.), de Greiff (K.) et Ongena (S.) (2018)

« Being stranded on the carbon bubble? Climate policy risk and the pricing of bank loans », *CEPR Discussion Paper*, n° 12928.

FMI, Fonds monétaire international (2020)

Chapter 5: Climate change – physical risk and equity prices, *Global Financial Stability Report*, Washington DC, avril.

FMI (2022)

Chapter 3: Asset price fragility in times of stress – the role of open-end investment fund, *Global Financial Stability Report*, Washington DC, octobre.

G20 Green Finance Study Group (2017)

G20 Green Finance Synthesis Report 2017.

Hartzmark (S. M.) et Sussman (A. B.) (2019)

« Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows », *The Journal of Finance*, vol. 74, n° 6, p. 2789-2837.

Jondeau (E.), Mojon (B.) et Monnet (C.) (2021)

« Greening (runnable) brown assets with a liquidity backstop », *Swiss Finance Institute Research Paper*, n° 21-22.

Jourde (T.) et Stalla-Bourdillon (A.) (2021)

« Y a-t-il une bulle sur les "actions vertes" ? », *Bloc-notes Éco*, billet n° 235, Banque de France, octobre.

[Consulter le billet](#)

Jourde (T.) et Stalla-Bourdillon (A.) (2023)

« Environmental preferences and sector valuations », SSRN, 4481313.

Mésonnier (J.-S.) et Nguyen (B.) (2021)

« Showing off cleaner hands: mandatory climate-related disclosure by financial institutions and the financing of fossil energy », *Document de travail*, n° 800, Banque de France, janvier (en anglais).

[Télécharger le document](#)

NGFS, Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (2019)

A call for action: Climate change as a source of financial risk, avril.

NGFS (2022)

Enhancing market transparency in green and transition finance, avril.

Pástor (L.), Stambaugh (R. F.) et Taylor (L. A.) (2021)

« Sustainable investing in equilibrium », *Journal of Financial Economics*, vol. 142, n° 2, p. 550-571.

Stroebel (J.) et Wurgler (J.) (2021)

« What do you think about climate finance? », *Journal of Financial Economics*, vol. 142, n° 2, p. 487-498.

The Economist (2021)

A green bubble? We dissect the investment boom, mai.



Annexe

1 Méthodologie

Données sur les détentions de titres

L'étude s'appuie sur une base de données réglementaire de la Banque de France concernant l'allocation titre à titre des portefeuilles des fonds d'investissement français (OPC titres). Cette base a été enrichie par des données climatiques (au niveau des émetteurs) fournies par ISS-ESG¹, une base commerciale, ainsi que des informations sur les titres émis par chaque entité provenant de la *Centralised Securities Database* (CSDB) de l'Eurosystème. Nous utilisons également la base de données réglementaire SHS-S qui fournit des informations sur les titres détenus par certaines catégories d'investisseurs de la zone euro pour déterminer la composition sectorielle des détenteurs (souscripteurs) de parts de fonds français. Enfin, les comparaisons européennes sont réalisées à partir de la base commerciale Lipper Refinitiv qui couvre les détentions de portefeuille d'un ensemble de fonds européens. La couverture des fonds français de Lipper Refinitiv est néanmoins plus faible que celle d'OPC titres, ce qui peut expliquer certains écarts.

Identification des actifs bruns

Il existe différentes approches pour définir les actifs bruns :

- Une classification sectorielle : c'est l'approche suivie par le rapport commun ACPR/AMF qui se focalise sur les détentions d'entreprises des énergies fossiles (charbon, pétrole et gaz) avec comme résultat une exposition d'environ 2% pour les assureurs français. C'est également l'approche retenue par l'exercice pilote de *stress test* climatique de l'ACPR (Clerc *et al.*, 2021) avec un nombre plus important de secteurs et qui donne lieu à une estimation de l'exposition des assureurs proche de 17% ;

- Un niveau d'émission de gaz à effet de serre (en termes absolus ou par rapport au chiffre d'affaires des entreprises) permettant d'identifier les entreprises fortement émettrices au sein de l'échantillon, sans préjugé sectoriel, mais avec un seuil nécessairement arbitraire, un enjeu de définition des émissions (*scope 1*, *scope 2*, voire *scope 3*) et de qualité des données. Ce type d'approche est fondé sur des données historiques et ne tient pas compte des objectifs de réduction des émissions. C'est l'approche généralement retenue par les rapports BCE/CERS ;
- Un score climatique établi à partir d'une combinaison d'indicateurs qui tient compte de l'appartenance sectorielle, des émissions historiques et d'une évaluation prospective fondée sur les politiques de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Les chiffres présentés dans cette étude reposent sur cette dernière approche.

Plus précisément, le score climatique utilisé dans le cadre de cette étude provient de la base commerciale ISS-ESG². Pour les obligations d'État, ce score climatique évalue l'efficacité du gouvernement d'un pays à mettre en œuvre des politiques visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre sur le territoire, et à s'adapter à un climat changeant en réduisant sa vulnérabilité aux risques climatiques.

Le score est compris entre 0 et 100, la borne supérieure représentant les actifs les mieux alignés sur les objectifs climatiques. Les actifs ayant un score climatique inférieur à 50, seuil établi par ISS-ESG pour distinguer les actifs fortement ou peu exposés aux risques de transition, sont définis comme des actifs bruns. Par exemple, les entreprises des secteurs du pétrole, du gaz et du charbon sont considérées comme des actifs bruns en moyenne, tandis que les entreprises du secteur des énergies renouvelables obtiennent des scores climatiques très élevés (cf. graphique A2).

1 ISS-ESG est la branche d'investissement responsable d'Institutional Shareholder Services Inc. (ISS).

2 La variable utilisée est intitulée « Carbon Risk Rating ».

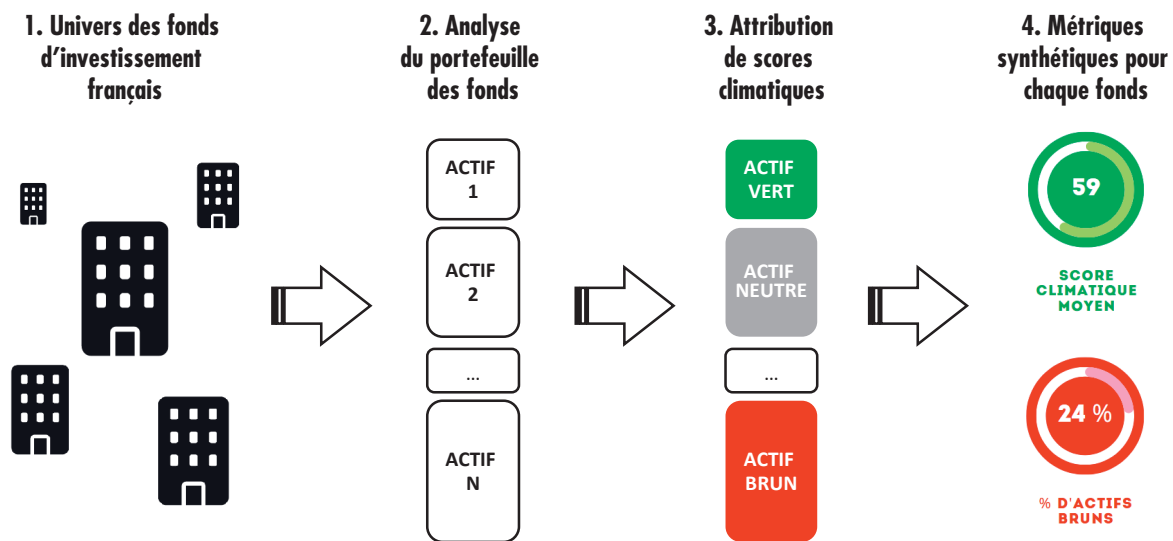


Échantillon d'étude et métriques de risques de transition

L'échantillon d'étude est constitué de 3 199 fonds français, soit 32,5% des fonds d'investissement français de la base OPC titres et 62,5% des encours sous gestion. Seuls les fonds dont 50% des actifs sous gestion bénéficient d'un score climatique sont conservés dans

l'échantillon d'étude. Nous nous focalisons également sur les fonds dont l'encours sous gestion est supérieur à 10 millions d'euros³. La démarche pour identifier les métriques de risque climatique est décrite dans le graphique A1.

GA1 Méthode d'évaluation de l'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques de transition



Note : Environ 3 200 fonds français sont considérés. Leurs détentions de portefeuille proviennent d'une base réglementaire de la Banque de France, OPC titres. Les scores climatiques utilisés sont issus de ISS-ESG. Les deux métriques de risque représentées dans ce schéma sont associées aux équations (1) et (2).

Source : Auteurs.

Pour chaque fonds, nous calculons trois métriques : i) une moyenne pondérée des scores climatiques des actifs détenus (équation 1) ; ii) le pourcentage d'actifs bruns détenus (score climatique inférieur à 50, équation 2) ; et iii) le pourcentage d'actifs émis par des entreprises des secteurs bruns (c.-à-d. pétrole, charbon, minerais et métaux, transport aérien ; équation 3).

$$S_{Fonds_j} = \sum w_{i,j} S_{Actif_i} \quad (1)$$

avec S_{Actif_i} et S_{Fonds_j} les scores climatiques de l'actif i et du fonds j et $w_{i,j}$ le poids en pourcentage de l'actif i dans le fonds j . Cette mesure est utilisée pour réaliser le graphique 1.

$$PAB_{Fonds_j} = \sum w_{i,j} AB_i \quad (2)$$

où PAB_{Fonds_j} représente la part d'actifs bruns en pourcentage du fonds j , $w_{i,j}$ le poids en pourcentage de l'actif i dans le fonds j et AB_i une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'actif i est brun. Cette mesure est utilisée pour les graphiques 2, 3, 5, 6 et le graphique de l'encadré 2.

$$PSB_{Fonds_j} = \sum w_{i,j} SB_i \quad (3)$$

où PSB_{Fonds_j} représente la part de secteurs bruns du fonds j (c.-à-d. détention d'actifs appartenant à un secteur brun en pourcentage du portefeuille), $w_{i,j}$ le poids en pourcentage du secteur i dans le fonds j et SB_i une variable binaire qui prend la valeur 1 si l'actif i appartient à un secteur brun. Cette dernière mesure est utilisée dans le graphique 4.

³ Les produits dérivés sont exclus de l'analyse car ils sont valorisés en plus ou moins-value latente dans la base OPC titres.



2 Score climatique des actifs

GA2 Score climatique moyen des actifs par industrie



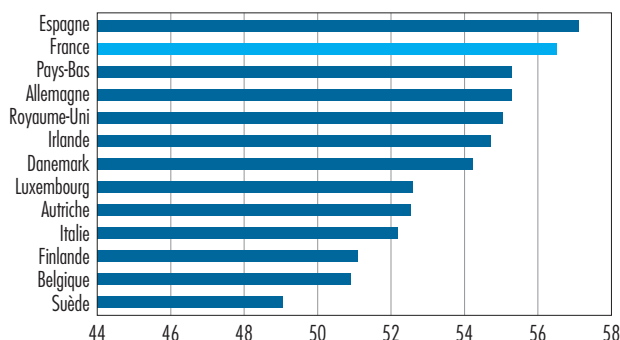
Lecture : Un score élevé est associé à une meilleure performance climatique.

Note : Le score climatique moyen des actifs est calculé pour chaque industrie (typologie GICS). Seules les dix industries aux extrêmes de la distribution sont représentées.

Données au troisième trimestre 2022.

Sources : Calculs des auteurs, ISS-ESG.

GA3 Score climatique moyen des actifs par pays (hors titres souverains)

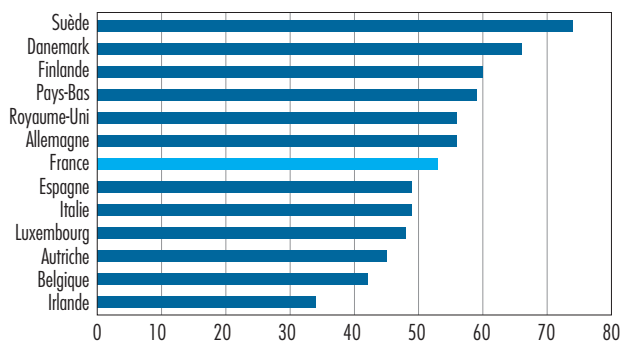


Lecture : Un score élevé est associé à une meilleure performance climatique.

Note : Données au troisième trimestre 2022.

Sources : Calculs des auteurs, ISS-ESG.

GA4 Score climatique des titres souverains



Lecture : Un score élevé est associé à une meilleure performance climatique.

Source : ISS-ESG.

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Claude Piot

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/fr/alertes/abonnements>

