

ÉLARGIR LE CHAMP DE L'ANALYSE DU RISQUE DE CRÉDIT

BOB BUHR*

A lors que l'attention est de plus en plus tournée vers les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), qui semblent jouer un rôle croissant au sein de la recherche crédit associée à des placements à moyen et long terme, à l'image de ceux requis par les fonds de pension (Buhr, 2014), la façon dont il convient d'analyser ces questions reste sujette à débat. En outre, des données de plus en plus nombreuses montrent que l'introduction de directives ESG au sein de l'analyse crédit peut avoir un effet de performance positif (voir, plus récemment, Oekom Research, 2014). L'étiquette ESG est utile, mais ne permet pas une analyse plus significative de certains risques auxquels pourraient être confrontés les investisseurs à plus long terme. Nous soutenons que la plupart des enjeux ESG peuvent en réalité être traités de façon simple et directe en élargissant l'éventail des points à surveiller dans le cadre de l'analyse crédit traditionnelle.

137

L'analyse ESG a été principalement développée au profit des investisseurs en actions soucieux de limiter leur exposition aux risques à la baisse et de rechercher une exposition aux risques à la hausse. Cependant, les investisseurs crédit, au contraire des investisseurs en actions, sont généralement confrontés à beaucoup plus de risques à la baisse que de risques à la hausse : l'asymétrie du risque fait partie des caractéristiques des placements à revenus fixes et alimente l'analyse du

* Directeur de la recherche crédit, Société générale. Contact : bob.buhr@sgcib.com.

Cet article est une version abrégée d'un rapport publié le 25 novembre 2014 par le Département de recherche *cross assets* de la Société générale et ayant pour titre *ESG for Credit Investors: Assessing Operational, Climate and Natural Capital Risks*.

risque de crédit. L'analyse crédit « traditionnelle », telle qu'elle est entreprise par les agences de notation et les investisseurs crédit, s'appuie généralement sur un classement des risques en deux grandes catégories. La première, le risque opérationnel, englobe un éventail de facteurs couvrant généralement le risque industriel (notamment les risques réglementaires), le risque de marché, le risque de gestion, le risque de gouvernance (qui pourrait correspondre à un sous-ensemble du risque de gestion), le risque de concurrence, le risque de substitution, ainsi que d'autres catégories similaires. La seconde, le risque financier, se rapporte plus spécifiquement à des événements ayant des incidences potentielles sur les bilans, les comptes de résultat ou les flux de trésorerie, ou, plus généralement, pouvant affecter la capacité d'une entreprise à servir sa dette et ses autres obligations. Ces catégories ne sont pas antinomiques. Ainsi, le risque réglementaire comporte des aspects liés à la fois au risque opérationnel et au risque financier, et ces derniers peuvent être interactifs. Ces deux catégories de base couvrent un cadre analytique bien implanté, ayant permis aux investisseurs d'obtenir pendant longtemps de grands succès.

138

Même si l'évaluation des facteurs ESG s'avère de plus en plus utile pour les investisseurs en titres à revenus fixes (PRI, 2013 et 2014), cette évaluation présente actuellement quelques limites. En particulier, de nombreuses catégories liées aux facteurs ESG sont descriptives, sans nécessairement d'explications, et constituent donc des guides imparfaits pour une granularité plus détaillée du risque. La typologie ESG, qui répertorie les problèmes comme étant « environnementaux », « sociaux » ou « de gouvernance », dissimule en réalité d'importantes différences au niveau des risques.

D'un côté, la quasi-totalité des questions sociales et de gouvernance et bon nombre de questions environnementales sont liées à des politiques, des actions ou des inactions en matière de gestion. En tant que tels, ces risques peuvent être pris en compte par l'analyse crédit « traditionnelle » – et ils y sont facilement intégrés. Même si les investisseurs ESG (ou les tiers qu'ils recrutent pour passer au crible ces enjeux) s'intéressent de très près à plusieurs de ces facteurs soit dans le but d'exclure les entreprises mal notées, soit pour déterminer qui a le statut de « meilleur de la classe » dans un secteur donné¹, du point de vue du risque, beaucoup de ces risques, qui se trouvent sous le contrôle direct ou indirect de directions d'entreprises et que l'on peut qualifier de « risques opérationnels », n'ont rien de particulièrement exceptionnels.

D'un autre côté, néanmoins, certaines questions « environnementales » ne se prêtent tout simplement pas à l'analyse traditionnelle du risque opérationnel ou financier. Par exemple, comment intégrer le réchauffement climatique dans cette analyse traditionnelle ? Il n'est pas

du tout évident que cela soit possible, les concepts impliqués n'étant que partiellement propices au type de granularité qui permettrait une classification simple en deux catégories – risque opérationnel ou risque financier. De façon plus générale, le réchauffement climatique engendrera différents risques (il n'existe pas un unique « risque lié au réchauffement climatique »). Il se traduit en effet par un ensemble de risques (que l'on nommera ici « risques climatiques ») dont la portée et l'incidence demeurent incertaines (pour la majorité d'entre eux), mais sont probablement considérables.

Plutôt que d'essayer de considérer certains de ces risques comme des risques ESG homogènes, cet article propose d'établir une typologie alternative du risque basée sur l'origine de ces différents risques. Plus spécifiquement, une division tripartite des risques ESG – risques opérationnels, risques climatiques et risques liés aux ressources naturelles – pourrait constituer une approche plus utile, en permettant aux analystes de séparer les risques pouvant être raisonnablement suivis et évalués de ceux dont l'évaluation pourrait être plus spéculative, en particulier en termes de portée et d'échéance. Cette division leur permettra également de distinguer les risques en fonction de leurs causes – ainsi, la pollution de l'eau et l'épuisement des ressources en eau sont tous deux des risques liés à l'eau, mais ils résultent de causes différentes. La suite de l'article aborde tour à tour ces catégories de risques.

LES RISQUES OPÉRATIONNELS

La première catégorie, celle des risques opérationnels, regroupe les risques impliquant, directement ou indirectement, l'adoption (ou non) par les directions d'entreprises de mesures de gestion, souvent en réponse à une évolution de l'environnement réglementaire et social. Les risques opérationnels peuvent eux-mêmes faire l'objet d'une répartition en trois sous-catégories (même s'il faut reconnaître que les limites entre ces catégories sont souvent floues) : (1) les risques liés à la mise en conformité réglementaire, (2) les autres risques liés à la réglementation et (3) les risques liés au contentieux.

Les risques liés à la mise en conformité réglementaire

Au sein de secteurs réglementés tels que les services publics et les produits chimiques, les coûts de mise en conformité peuvent avoir des répercussions sur les coûts d'exploitation. L'environnement réglementaire mondial devenant chaque jour un peu plus strict, cette tendance devrait s'accroître. Ainsi, le programme REACH (*Registration, Authorization and Restriction of Chemicals*) d'enregistrement, d'évaluation, d'autorisation et de restriction des substances chimiques adopté par l'Union européenne (UE), afin d'identifier les conséquences potentiel-

les sur la santé et l'environnement de toutes les substances chimiques actuellement utilisées dans l'UE, a engendré des coûts supplémentaires de mise en conformité pour l'industrie chimique (Commission européenne, 2012) ; néanmoins, il est aussi de plus en plus perçu comme un modèle à suivre dans d'autres régions.

De façon plus générale, il convient de se demander si ces coûts peuvent être suffisamment importants pour avoir des incidences néfastes sur les marges d'exploitation et autres paramètres de crédit et, par conséquent, susciter des préoccupations. Cela semble déjà être le cas dans certains secteurs, à l'image des répercussions que pourrait avoir la réglementation promulguée par l'administration Obama relativement à l'utilisation du charbon par les entreprises de service public – à savoir, le *Clean Power Plan* (programme pour une énergie propre) de l'Agence américaine pour la protection de l'environnement². L'agence Standard & Poor's (2014b) s'est penchée sur cette réglementation ainsi que sur d'autres évolutions réglementaires potentielles qui pourraient avoir des effets négatifs sur le crédit dans les secteurs du charbon et de certains services publics. Ce rapport a été publié quelques mois après un précédent rapport (Standard & Poor's, 2014a) sur l'avenir du secteur du charbon, lequel portait plus spécifiquement sur les risques éventuels d'une réglementation carbone plus rigoureuse.

140

L'importance de ce risque est renforcée par le fait que bon nombre d'entreprises – en fait d'industries – ne s'acquittent pas de la totalité de leurs coûts environnementaux. En analysant les coûts environnementaux³ de producteurs appartenant à onze secteurs différents, Trucost (2012 et 2013) a évalué l'incidence potentielle d'un ajustement de l'EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements) total dans ces secteurs afin de prendre en compte les coûts environnementaux non comptabilisés. Les résultats de cette analyse suggèrent que dans un certain nombre de secteurs (notamment le transport aérien, la production d'électricité, la production alimentaire, les métaux industriels, le transport maritime et l'exploitation minière), les coûts environnementaux non comptabilisés peuvent dépasser 50 % de l'EBITDA déclaré du secteur.

Qu'un certain nombre de secteurs puissent voir leur rentabilité sérieusement affectée si l'intégralité des coûts environnementaux (principalement liés à des externalités) venait à être incluse dans leur rendement opérationnel n'a rien de surprenant. L'élément le plus important aux fins d'une analyse du risque est que, en réalité, ces coûts sont en passe d'être internalisés au moyen d'une réglementation croissante (même si le processus se fait lentement et de façon différente selon les secteurs ; voir KPGM, 2014) et cette tendance devrait se poursuivre. Le domaine réglementaire et les coûts potentiels de mise en conformité

qu'il représente demeureront sans doute la source de risque la plus importante pour un grand nombre de secteurs industriels (en particulier ceux de la production d'énergie, de pétrole et de gaz, de la production de denrées alimentaires, de l'exploitation minière, des métaux industriels et des produits chimiques) et l'on peut s'attendre à ce que les directions d'entreprises se montrent proactives à l'égard de ces possibles évolutions.

Autres coûts liés à la réglementation et coûts liés au contentieux

Les autres coûts liés à la réglementation – et en particulier les amendes pour défaut de mise en conformité (y compris pour comportement criminel) – ont souvent un impact non négligeable sur les flux de trésorerie et engendrent parfois la constitution de provisions substantielles. Même si peu d'exemples attestent que de telles sanctions ont pu être suffisamment pénalisantes sur le plan financier pour provoquer des baisses de notation, ces situations présentent indéniablement des risques de réputation (Deloitte, 2014) et suscitent des préoccupations relatives aux permis d'exploitation accordés aux sociétés (EY, 2014). Dans certains cas (certes rares, mais susceptibles de se multiplier), des défaillances opérationnelles, à l'image de la marée noire causée par la plate-forme pétrolière Deepwater Horizon de BP et des ennuis répétés de Shell dans le golfe d'Alaska, ont porté préjudice à la réputation des entreprises concernées, entraînant d'autres répercussions telles que la difficulté pour une entreprise (ou pour le secteur tout entier) d'obtenir de nouveaux permis pour des forages en eaux profondes proposés dans les eaux américaines⁴ (sans parler, dans le cas de BP, d'une incertitude continue liée à d'éventuelles sanctions financières).

141

De la même façon, les erreurs de gestion pouvant conduire à des amendes pour infraction à la réglementation (ou à d'autres pénalités) se traduisent en règle générale par des risques de contentieux, lesquels peuvent se solder par des jugements substantiels rendus à l'encontre des entreprises. Ces jugements ont souvent des conséquences suffisamment importantes sur les disponibilités, les flux de trésorerie et les provisions d'une entreprise pour entraîner des baisses de notation, comme cela a été constaté dans les secteurs du tabac et de l'industrie pharmaceutique. Dans le cas de l'industrie de l'amiante dans les années 1980, ces jugements ont occasionné des faillites systématiques ayant touché la quasi-totalité du secteur (Ziffer, 2012).

LES RISQUES CLIMATIQUES

Les risques découlant du réchauffement climatique regroupent un certain nombre de situations possibles, qui se résument schématiquement à faire quelque chose ou à ne rien faire. La première option

pourrait entraîner des mesures d'atténuation conçues pour enrayer la croissance d'émission de gaz à effet de serre, principalement du dioxyde de carbone et du méthane. Quant à la seconde option, elle n'est généralement pas la plus recherchée par les responsables politiques ; néanmoins, l'absence actuelle d'unanimité politique sur la façon d'aborder ces questions (sans parler, dans certains cas, d'absence de volonté politique) signifie que les investisseurs ont tout intérêt à la prendre en compte. Dans ce contexte, des mesures d'adaptation ayant trait aux conséquences physiques, sociétales et économiques probables du réchauffement climatique sur les populations et les régions seront nécessaires. En réalité, les deux dimensions sont liées : moins les efforts d'atténuation seront fructueux, plus les mesures d'adaptation devront être ambitieuses. En effet, la mise en œuvre des mesures politiques adoptées impliquera probablement à la fois des efforts d'atténuation et des efforts d'adaptation.

Lors de la transition vers une économie bas carbone, certaines entreprises et industries vont être confrontées à des coûts de transition élevés ou verront leurs modèles économiques menacés. L'extraction houillère, la production de ciment et les compagnies aériennes, pour citer quelques industries émettant beaucoup de carbone, pourraient relever de cette catégorie. Il s'agit d'une tendance lourde sur le moyen et long terme qui aura de grandes incidences, notamment sur les profils de crédit des entreprises susceptibles d'être touchées. Cependant, à moins que les risques ne fassent l'objet d'une granularité plus poussée relativement à leur portée et, plus particulièrement, leur échéance, cette information n'est pas particulièrement utile aux investisseurs. En suivant le raisonnement *supra* et afin de mieux saisir les différents aspects de ces risques, nous pouvons subdiviser les risques climatiques en deux grandes catégories représentant les réponses possibles à la menace du réchauffement climatique : les risques d'atténuation et les risques d'adaptation.

Les risques d'atténuation

Comme l'on pouvait s'y attendre, la plupart des stratégies d'atténuation proposées par les gouvernements et les organisations non gouvernementales (ONG), dont le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) lui-même, visent le secteur de l'énergie ou se préoccupent directement de contrôler les émissions des autres secteurs, comme celui des transports. Même si le contrôle des quantités de carbone rejetées constitue depuis un certain temps déjà un objectif réglementaire, il manque un accord significatif sur les moyens à mettre en œuvre pour l'atteindre. D'une manière générale, les stratégies d'atténuation proposées ont tendance à s'appuyer sur une

certaine forme de tarification du carbone qui pourrait résulter en une hausse substantielle des prix de l'énergie (laquelle viendrait s'ajouter aux risques découlant de l'utilisation continue des combustibles fossiles). Pour autant, d'autres stratégies ne devraient pas être écartées. En suivant cette typologie, il est possible d'identifier trois sous-catégories de risques d'atténuation.

Les risques liés à une tarification du carbone

La première sous-catégorie comprend les risques que représentent les tentatives nationales (voire internationales) de fixer un prix du carbone, la façon dont ces tentatives pourraient évoluer et les effets différentiels que de telles mesures pourraient avoir sur divers secteurs industriels. À court terme, il s'agit sans doute des risques climatiques potentiels les plus sérieux auxquels sont confrontés de nombreux secteurs. Ces risques sont essentiellement de nature réglementaire et pourront avoir des conséquences financières significatives, en particulier sur les marges d'exploitation et les évaluations d'actifs.

Pour le moment, la tarification du carbone – le mécanisme le plus souhaitable du point de vue du marché – n'a obtenu que de piètres résultats en termes de réduction des émissions mondiales de carbone. On observe actuellement un effort croissant en vue d'établir une réglementation carbone à l'échelle internationale, peut-être au moyen d'un prix uniforme (Tirole, 2009 ; Litterman, 2012 ; Banque mondiale, 2014). Tout en gardant à l'esprit les résultats insignifiants des rencontres destinées à la mise en place d'un accord mondial concerté, la possibilité qu'un tel développement se concrétise au cours des prochaines années (notamment après la conférence sur le climat Paris 2015) et l'approche choisie pour son introduction deviendront des questions fondamentales pour de nombreuses industries.

À tout le moins, il est possible de fournir une évaluation préliminaire des secteurs qui pourraient être touchés par ces efforts d'atténuation en analysant tout simplement l'origine des gaz à effet de serre. Cette approche suppose que ces secteurs seront sans doute les plus vulnérables si une taxe carbone agressive venait à être mise en œuvre. L'analyse du GIEC (2014) relative aux émissions de gaz à effet de serre par secteur constitue probablement le meilleur guide aujourd'hui pour effectuer une répartition théorique des risques financiers possibles.

De plus, actuellement, les industries s'engagent dans les technologies bas carbone de façon très variable. Les tendances peuvent même parfois paraître contradictoires – par exemple, même si les énergies renouvelables semblent se développer rapidement dans de nombreuses régions du monde, le charbon demeure une source importante d'énergie et

d'électricité. Les politiques nationales et internationales continueront de jouer un rôle essentiel dans le rythme de développement des efforts d'atténuation, au même titre que la question des subventions accordées au secteur de l'énergie, que nous aborderons plus loin.

Les autres risques liés au carbone

En plus du risque associé à l'introduction d'un prix du carbone, il existe également des risques associés à l'utilisation continue des combustibles fossiles et à la façon dont est extrait le carbone. Ainsi, il est évident désormais que le coût d'extraction du carbone est de plus en plus élevé, avec l'exception (vraisemblablement temporaire) de la fracturation visant à obtenir du gaz naturel et du pétrole aux États-Unis (les aspects économiques à long terme de la fracturation ne sont pas encore bien connus, mais pourraient être moins positifs que les attentes actuelles ; voir, par exemple, David Hughes, 2014). Les ressources en pétrole et en gaz et, dans certaines régions, en charbon sont, d'une manière générale, moins accessibles qu'auparavant. Par conséquent, les coûts associés à l'extraction continuent globalement d'augmenter (McKinsey Global Institute, 2013a). Même s'il s'agit plus spécifiquement d'un risque lié à l'épuisement des ressources naturelles (que nous aborderons dans la prochaine partie), il convient de l'évoquer ici en raison de son incidence potentielle sur les futurs coûts de l'énergie. Ces techniques suscitent également d'autres préoccupations, telles que le risque accru de contamination des ressources en eau (Payne *et al.*, 2009), entre autres.

144

Les autres risques d'atténuation

Finalement, même si de nombreux efforts d'atténuation potentiels sont envisagés à divers échelons gouvernementaux – dont certains sont même déjà mis en œuvre –, l'analyse des conséquences des mesures d'atténuation sur les entreprises ne devrait pas uniquement se concentrer sur les prix du carbone et de l'énergie. En effet, la plupart des mesures d'atténuation proposées ont trait au contrôle des émissions, mais il y a, en théorie, de nombreux moyens d'atteindre ces objectifs, dont beaucoup sont liés aux tendances en matière d'urbanisation. Par conséquent, il convient d'envisager la possibilité que d'autres coûts d'atténuation (notamment des mesures fiscales et des frais d'assurance) se muent en stratégies politiques de plus en plus utilisées, en tenant compte du fait que certaines d'entre elles seront spécifiques à des secteurs particuliers (les compagnies aériennes, par exemple, sont déjà soumises à un large éventail de taxes pour diverses raisons d'ordre politique, et de telles mesures politiques pourraient être utilisées de façon plus agressive à l'avenir).

Les risques d'adaptation

Les risques liés à des mesures nécessaires pour s'adapter aux conséquences physiques du réchauffement climatique sont pluridimensionnels, allant de la hausse du niveau de la mer à la fonte des glaciers. Leurs répercussions se traduisent par une incidence sur la disponibilité régionale en eau ou une incertitude climatique accrue – et notamment une recrudescence des conditions météorologiques extrêmes, qui se manifestent par une hausse du nombre de sécheresses et une accélération de l'épuisement des ressources en eau dans certaines régions. Toutes ces incidences physiques peuvent conduire à une augmentation des migrations de populations, voire à une instabilité sociale. Ces risques sont également souvent considérés comme relevant du futur (sauf pour les populations habitant les îles du Pacifique) et n'ont pas été pris en compte de façon significative dans les débats sur les répercussions financières possibles à brève échéance.

Par exemple, on pourrait s'attendre à ce que la valeur des propriétés côtières soit fortement affectée par la hausse du niveau de la mer et qu'une grande partie de ces propriétés soient si touchées que leur valeur dans une centaine d'années sera pratiquement nulle. Mais du point de vue d'un horizon de placement, un siècle représente une très longue période. Cet élément ne sera donc pas nécessairement pris en compte dans les évaluations des agences de notation comme étant susceptible d'occasionner des modifications dans leurs notes au cours des trois à cinq prochaines années, pas plus qu'il n'exercera, d'ailleurs, de contrainte sur la composition actuelle des sociétés d'investissement immobilier cotées (SIIC). Toutefois, les SIIC possédant un important patrimoine immobilier urbain en Floride pourraient chercher à surveiller davantage les problèmes croissants d'inondations auxquels est confrontée la ville de Miami (Goodell, 2013). Ainsi, évoquer l'éventualité d'un tel développement revient sans doute à énoncer une évidence, mais ce n'est pas très pertinent pour les investisseurs d'aujourd'hui. Néanmoins, la hausse du niveau de la mer présente un risque réel (parmi tant d'autres), même s'il s'étend bien au-delà de l'horizon temporel de la plupart des investisseurs (à l'exception peut-être des administrateurs de fonds de pension). Et il y aura des réponses à ce risque, qui prendront différentes formes. Dans ce contexte, il est possible de répartir les risques d'adaptation en trois sous-catégories.

Les coûts d'adaptation

La première catégorie de risques couvre un large éventail de coûts à long terme liés aux incidences du réchauffement climatique. Elle englobe les répercussions des changements climatiques sur l'environnement physique, ainsi que les répercussions financières éventuelles pour

les gouvernements et les entreprises. Par exemple, la hausse du niveau de la mer et la recrudescence des inondations poseront des risques réels aux zones côtières, notamment aux infrastructures portuaires et aux voies ferrées, risques qui, s'ils ne sont pas traités, pourraient produire des quantités potentiellement énormes d'actifs irrécupérables.

Actuellement, ces coûts sont généralement supportés par les gouvernements et les compagnies d'assurances. Par exemple, la ville de New York a lancé un ambitieux programme de 20 Md\$ (Feuer, 2014) afin d'essayer d'éviter les inondations observées lors du passage de l'ouragan Sandy en 2012. À plus long terme, ces coûts pourraient devenir considérables et certainement résulter en la création à grande échelle d'actifs irrécupérables. Néanmoins, à ce stade et en écartant les risques pouvant découler d'événements météorologiques extrêmes, il reste difficile d'identifier (à brève échéance) les risques quantifiables. Ainsi, si déplacer le contenu d'un immeuble d'une zone côtière vers un point plus élevé est une chose, déplacer une voie ferrée dans son intégralité représente un projet beaucoup plus complexe. Bien sûr, les estimations des coûts au niveau mondial ainsi que de leurs échéances potentielles varient énormément. La question la plus pertinente et la plus simple à traiter est la suivante : à qui doit revenir la prise en charge de ces coûts ? De deux choses l'une, soit ils doivent être supportés par les gouvernements, auquel cas ils se traduiront par une hausse des taux d'imposition, soit ils doivent être directement assumés par les entreprises affectées et l'on devrait alors les retrouver dans les charges d'exploitation.

146

La côte du golfe du Mexique enseigne une précieuse leçon. Clé de voûte du complexe énergétique américain, elle abrite l'embouchure du fleuve Mississippi, qui s'avère stratégique pour de nombreux secteurs de l'économie américaine. Comme l'ont montré les événements liés à l'ouragan Katrina, la région est également vulnérable aux effets des phénomènes climatiques extrêmes. Les conséquences économiques de Katrina ont été considérables du fait de ses multiples répercussions : perturbation du trafic sur le Mississippi (une voie de transit essentielle à l'économie du sud et du Midwest des États-Unis), incidence sur les installations énergétiques et chimiques, et destruction de l'infrastructure d'une importante ville américaine (Englund, 2005). Mais le golfe du Mexique n'est qu'une région parmi tant d'autres dans le monde où de nombreux actifs sont liés aux zones côtières. Et il faut aussi prendre en compte les actifs liés à des zones fluviales. Sans être nécessaires immédiatement, les mesures d'adaptation dans ces zones seront substantielles.

Les risques liés aux événements extrêmes

Cette catégorie se rapporte à la hausse observée des catastrophes naturelles directement liée aux effets des changements climatiques, par

exemple l'ouragan Sandy, la recrudescence des inondations dans certaines régions du monde et les vagues de chaleur. Il convient de noter certaines caractéristiques propres à ces types de risques climatiques. Ainsi, les risques que l'on qualifierait normalement d'idiosyncratiques (les catastrophes naturelles, par exemple) deviennent de moins en moins idiosyncratiques. Même si le nombre de catastrophes naturelles a diminué par rapport à leur niveau record de 2005, il demeure bien supérieur aux niveaux d'il y a plusieurs décennies – le nombre d'événements météorologiques extrêmes ou catastrophiques continue de suivre une tendance à la hausse, tout comme le montant total des dommages, assurés ou non (Swiss Re Sigma, 2014).

Les risques sociétaux

Même si les risques sociétaux sont moins susceptibles d'avoir des répercussions directes sur la qualité de crédit des entreprises, ils ne sauraient être écartés et offrent la perspective d'une hausse des coûts dans le temps. On peut citer à cet égard l'exemple frappant de la migration environnementale, qui se produit en ce moment dans divers endroits du monde. Si les habitants des îles du Pacifique contraints de quitter leurs îles ont fait l'objet d'une bonne couverture par les médias du monde entier, ces derniers ont toutefois bien peu souvent fait état des turbulences persistantes survenant actuellement au Moyen-Orient dans le contexte des sécheresses sévères et continues sévissant dans la région (Plummer, 2013). Celles-ci ont pourtant contribué à une instabilité politique et à la migration de populations entières originaires de la région, bien souvent vers des zones qui ne peuvent subvenir à leurs besoins car elles font elles-mêmes face à des contraintes similaires. La migration environnementale fait partie des nombreuses tendances pouvant engendrer une déstabilisation géopolitique. Même s'il est actuellement difficile de mesurer les répercussions qu'elles pourraient avoir sur des secteurs économiques spécifiques, il est néanmoins utile de rappeler que dans l'histoire de l'humanité, des civilisations se sont effondrées, victimes de trop nombreuses sécheresses (Conniff, 2012).

147

LES RISQUES LIÉS AUX RESSOURCES NATURELLES

La dernière grande catégorie de risques a trait au concept de risques liés aux ressources naturelles. Bien que ce concept soit relativement nouveau, les risques eux-mêmes ne le sont pas. Avant même de caractériser ce type de risques, il convient de définir ce que sont les ressources naturelles. Le Chartered Institute of Management Accountants (CIMA, 2014) propose la définition suivante : « Les ressources naturelles sont les composantes de la nature qui, directement ou indirectement, génèrent de la valeur pour les individus, à l'image des forêts, des

rières, des terres, des minéraux et des océans. Elles renferment les éléments vivants de la nature, tels que les ressources halieutiques, ainsi que les éléments non vivants, tels que les minéraux et autres ressources renouvelables ou non. Elles sont le terreau de tous les autres types de ressources et constituent le socle sur lequel sont bâties nos économies, nos sociétés et notre prospérité. »

Pourtant, un certain nombre de ressources naturelles (dans le cas où celles-ci sont des ressources renouvelables comme les forêts, les zones de pêche ou les terres arables) s'épuisent plus rapidement qu'elles ne se régénèrent. De plus, lorsqu'il est question des ressources non renouvelables (par exemple, les minéraux), l'histoire se complique. La dépendance aux ressources naturelles est un aspect fondamental de toute économie et l'évaluation des risques liés à ces ressources (y compris les risques que présentent certains événements découlant de l'épuisement et de la destruction des ressources naturelles pour les valeurs des actifs, les flux de trésorerie ou les marges d'exploitation) devrait prendre de l'ampleur avec le temps, les contraintes exercées sur les ressources ne cessant de s'intensifier⁵. Parmi ces risques, quatre en particulier requièrent l'attention scrupuleuse des investisseurs, puisqu'ils sont susceptibles d'avoir des répercussions soit sur les actifs, soit sur la capacité à assurer l'activité économique dans divers secteurs : (1) l'épuisement des ressources, (2) les incidences du réchauffement climatique, (3) les risques liés aux événements géopolitiques et (4) les risques liés aux subventions.

148

L'épuisement des ressources

Les contraintes exercées sur les ressources constituent un bon exemple de la façon dont une analyse traditionnelle peut conduire à une certaine complaisance. L'extraction de ressources non renouvelables s'est fortement intensifiée au cours des dernières décennies et certaines de ces ressources revêtent une importance cruciale pour les entreprises (beaucoup sont mentionnées par les entreprises dans leurs rapports RSE – responsabilité sociétale des entreprises – ou de développement durable). Le problème n'est pas nécessairement l'épuisement imminent des ressources (il semblerait que peu de ressources soient menacées d'un épuisement immédiat), mais plutôt la difficulté et le coût accrus que représente la régénération de très nombreuses ressources. En effet, les prix des matières premières continuent de suivre une tendance haussière sur le long terme et en dépit de quelques récents effondrements ayant touché certains cours (comme ceux du minerai de fer et du pétrole), ces hausses que nous observons depuis 2009 ont peu de chances de largement s'inverser (McKinsey Global Institute, 2013a et 2013b ; Heck et Rogers, 2014 ; KPMG, 2014).

Les risques liés aux ressources en eau constituent un autre exemple remarquable du risque d'épuisement. Le réchauffement climatique mis à part, l'eau apparaît comme la principale question environnementale digne d'intérêt pour les investisseurs et les directions d'entreprises. WRG (2009) a estimé que d'ici à 2030, la demande en eau à l'échelle mondiale devrait excéder de près de 40 % l'offre actuelle, sans gains substantiels d'efficacité. L'eau est une ressource confrontée à des demandes croissantes (et souvent conflictuelles) et sa rareté devient un problème de plus en plus important dans plusieurs domaines. Une forte concurrence pour les ressources en eau s'exerce déjà entre les secteurs de l'agriculture, des ressources énergétiques et du développement urbain dans plusieurs régions du monde (à l'instar de certaines parties de la Chine). Et même si le cycle de l'eau continue d'être un processus physique, les tendances de consommation semblent largement dépasser sa capacité à reconstituer des réserves suffisantes.

Toutes les industries utilisent de l'eau, mais certaines beaucoup plus que d'autres et, dans de nombreux cas, elles prennent déjà en compte les questions relatives aux préoccupations suscitées par la disponibilité à long terme de cette ressource. Les deux industries les plus consommatrices d'eau sont celles de l'énergie et de l'agriculture. Parmi les autres grands consommateurs d'eau, en plus des secteurs des métaux et de l'extraction minière (qui ont dépensé près de 12 Md\$ pour des infrastructures hydrauliques rien qu'en 2013 ; Gordon, 2013), figurent les secteurs de l'alimentation et de la boisson (qu'il s'agisse d'une utilisation directe ou indirecte), du textile, des produits chimiques, de l'acier, de la construction automobile et du papier. L'industrie de l'énergie consomme beaucoup d'eau, de l'extraction à la distribution (services), la production d'énergie électrique étant le secteur industriel le plus consommateur.

Plus généralement, divers risques liés à l'épuisement des ressources continuent de voir le jour tels que, parmi les plus pressants, les conséquences des sécheresses, la disparition de terres végétales et la désertification, l'appauvrissement et la rareté des ressources, et l'épuisement des nappes phréatiques. Ces évolutions, dont beaucoup seront exacerbées par le réchauffement climatique, semblent s'accélérer (Swiss Re Sigma, 2014) et ont des répercussions sur de nombreuses industries.

Incidences du réchauffement climatique

Il convient de noter ici une préoccupation directement liée aux conséquences des effets physiques (précédemment évoqués) du réchauffement climatique sur d'autres tendances en matière de ressources naturelles – par exemple, l'appauvrissement des forêts, des terres arables et d'autres ressources renouvelables, en particulier l'épuisement des

ressources en eau. La désertification de certaines régions du monde pourrait s'accélérer dans le cadre de scénarios plus inquiétants en termes de réchauffement climatique. Là encore, nous sommes confrontés à des incertitudes (mais sur des événements plausibles), la principale d'entre elles portant sur l'étendue et le calendrier de ces événements. Pour les industries touchées – l'agriculture et la sylviculture en particulier –, les conséquences seront réelles.

Les risques liés aux événements géopolitiques

En plus des conséquences géopolitiques des développements climatiques déjà évoquées dans la partie « Les risques climatiques » (*supra*), des tensions peuvent également naître du contexte d'exploitation des ressources naturelles, celles-ci ayant tendance, d'une part, à être réparties de façon inégale dans le monde (elles se situent bien souvent dans des régions que certains pourraient considérer comme « gênantes » du point de vue politique) et, d'autre part, à être exposées à des risques idiosyncratiques.

Deux exemples suffiront. Premièrement, la demande relative à certains minéraux de terres rares devrait rester forte, en raison de leur importance dans l'industrie de la technologie et notamment parmi les fabricants de téléphones. La plupart de ces minéraux se trouvent désormais principalement en Chine. Deuxièmement, les engrais phosphatés constituent un élément essentiel de l'agriculture moderne. L'approvisionnement par les États-Unis et plusieurs autres fournisseurs pourrait s'épuiser d'ici à 2040. De plus, 70 % de la matière première nécessaire (le phosphore) est fournie par un seul pays, le Maroc, et la plupart des autres pays qui en possèdent ont tendance à être politiquement instables. Ces dernières années, il y a eu de nombreux exemples de ruptures de la chaîne d'approvisionnement dans les secteurs de l'automobile et de la technologie, après l'incendie d'un entrepôt ou un tsunami, et la reprise prend souvent plusieurs mois (WEF, 2013). L'idée que des ressources contrôlées par un ou deux pays puissent être à l'abri de ce genre de ruptures semble fantaisiste.

Les risques liés aux subventions

Les risques liés aux subventions peuvent être considérés comme faisant partie de l'ensemble des risques liés aux ressources naturelles dans le sens où quelles que soient leurs autres conséquences, les subventions permettent généralement aux producteurs et aux consommateurs économiques de ne pas payer les coûts économiques véritables des différentes ressources. L'industrie des combustibles fossiles, par exemple, bénéficie d'un grand nombre de subventions à l'échelle internationale. L'évaluation du montant total de ces subventions peut

varier, notamment en fonction de l'origine de l'évaluation ; selon une estimation, il pourrait atteindre 1,4 Md\$ par an (OCDE, 2012 ; FMI, 2013 ; IEA, 2014). Et l'industrie des combustibles fossiles ne fait pas figure d'exception. Pour ne citer que quelques exemples, Potter (2014) a estimé qu'en 2012, les subventions accordées à l'agriculture au niveau mondial avaient atteint environ 486 Md\$, les pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) et sept autres pays (Afrique du Sud, Brésil, Chine, Indonésie, Kazakhstan, Russie et Ukraine) se partageant environ 80 % du montant total. Au sein de l'OCDE, les subventions accordées à l'agriculture ont totalisé environ 257 Md\$ cette même année. L'industrie sidérurgique en Chine (Wong, 2014) continue, quant à elle, de recevoir de généreuses subventions du gouvernement, une situation plutôt habituelle en Chine, il faut en convenir. L'industrie minière australienne, et en particulier le charbon, semble bénéficier des largesses considérables du gouvernement (Grunhoff, 2013). Cette liste pourrait être longue.

Du point de vue ESG, la question des subventions est loin d'être claire. Aux États-Unis, par exemple, les subventions agricoles actuellement accordées à l'industrie du sucre ne semblent ni très logiques, ni très profitables à l'environnement (Rozenal, 2014). Si l'on contraint les gouvernements à adopter des approches plus agressives en termes de réchauffement climatique, ils devront faire face à des pressions de plus en plus fortes les incitant à supprimer les subventions nombreuses et variées accordées au secteur des combustibles fossiles. En fonction du succès que rencontreront les négociations qui auront lieu autour du climat en 2015, ce risque pourrait se matérialiser dans un avenir proche. Une préoccupation similaire peut être soulevée concernant les subventions agricoles dans des régions où les risques d'épuisement de l'eau sont en hausse. Néanmoins, si l'on a pour objectif prioritaire de réduire les émissions de gaz à effet de serre, alors l'octroi de subventions aux sources d'énergies renouvelables telles que les énergies éolienne et solaire semble être une idée éminemment sensée, et il s'agit précisément du genre de situation où les subventions devraient être encouragées.

151

CONCLUSION

Les investisseurs crédit, au contraire des investisseurs en actions, sont généralement confrontés à des risques de baisse de rentabilité plus importants que les risques de hausse. Dans ce contexte, il semble nécessaire d'accorder davantage d'attention à un éventail plus large de risques, notamment en ce qui concerne les dimensions ESG. Les catégories de risques traditionnellement examinées par la recherche crédit – risque opérationnel et risque financier – peuvent efficacement couvrir un certain nombre de questions ESG. Néanmoins, quelques

risques restent difficiles à évaluer dans ce cadre et les catégories ESG existantes, bien qu'elles permettent une interprétation intuitive, ne sont pas particulièrement efficaces, ni même significatives en tant que catégories analytiques. Malgré tout, à condition qu'une approche efficace soit développée pour transposer l'intuition au sein d'un cadre pertinent, l'analyse des risques pourrait être élargie de manière à contrôler les risques liés aux facteurs ESG.

NOTES

1. Il convient de noter que ces analyses ne concernent généralement que les entreprises cotées, au sujet desquelles des informations concernant divers paramètres d'exploitation sont communiquées. Ce n'est pas nécessairement le cas pour les entreprises non cotées, une contrainte qui pourrait gêner les investisseurs sur le marché du haut rendement souhaitant s'appuyer sur les critères ESG. La plupart du temps, ces investisseurs opèrent dans un univers peuplé d'un grand nombre d'entreprises non cotées – en particulier aux États-Unis.

2. United States Environmental Protection Agency, *Clean Power Plan Proposed Rule*, Federal Register, 18 juin 2014, www.federalregister.gov/articles/2014/06/18/2014-13726/carbon-pollution-emission-guidelines-for-existing-stationary-sources-electric-utility-generating.

3. Ces coûts correspondaient à diverses incidences environnementales, parmi lesquelles figurent la production de gaz à effet de serre (dioxyde de carbone, hydrofluorocarbure, protoxyde d'azote, méthane, perfluorocarbure, hexafluorure de soufre), la pollution de l'air, la consommation d'eau et la production de déchets (dont la pollution des sols et de l'eau).

4. Finalement, cette difficulté n'a été que toute relative – après une suspension des forages et l'adoption de nouvelles réglementations, le forage en mer dans le golfe du Mexique est en forte progression – y compris pour BP, même si cela a pris deux ans.

5. À travers ses travaux sur les frontières planétaires, le Stockholm Resilience Center a entrepris une démarche plus ou moins parallèle à l'évaluation des ressources naturelles (Rockström *et al.*, 2009).

152

BIBLIOGRAPHIE

- BANQUE MONDIALE (2014), « Putting a Price on Carbon », *Statement and Background Documents*, juin.
- BUHR B. (2013), « Getting There from Here: an ESG/SRI Primer for Credit Investors », SG Credit Research, novembre.
- BUHR B. (2014), « ESG for Credit Investors: Assessing Operational, Climate and Natural Capital Risks », SG Cross Asset Research, novembre.
- CIMA (Chartered Institute of Management Accountants) (2014), *Accounting for Natural Capital: the Elephant in the Boardroom*, mai, www.cimaglobal.com/Documents/Thought_leadership_docs/Sustainability%20and%20Climate%20Change/CIMA-accounting-for-natural-capital.pdf.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2012), *Interim Evaluation: Functioning of the European Chemical Market after the Introduction of Reach*, mars, http://ec.europa.eu/enterprise/dg/files/evaluation/201203-final-report-chemical-market_en.pdf.
- CONNIFF R. (2012), « When Civilizations Collapse », Yale School of Forestry and Environmental Studies, *Environment Yale*, <http://environment.yale.edu/envy/stories/when-civilizations-collapse/>.
- DAVID HUGHES J. (2014), « Drilling Deeper: a Reality Check on US Government Forecasts for a Lasting Tight Oil & Shale Gas Boom », Post Carbon Institute, octobre.

- DELOITTE (2014), *2014 Global Survey on Reputation Risk*, octobre, www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Governance-Risk-Compliance/gx_grc_Reputation@Risk%20survey%20report.pdf.
- ENGLUND M. (2005), « Katrina's "Unique" Economic Impact », *Bloomberg Businessweek*, 6 septembre, www.bloomberg.com/bw/stories/2005-09-06/katrin-as-unique-economic-impact.
- EY (2014), « Business Risks Facing Mining and Metals 2014-2015 », www.ey.com/GL/en/Industries/Mining--Metals/Business-risks-in-mining-and-metals.
- FEUER A. (2014), « Building for the Next Big Storm », *New York Times*, 25 octobre, www.nytimes.com/2014/10/26/nyregion/after-hurricane-sandy-new-york-rebuilds-for-the-future.html?_r=2.
- FMI (Fonds monétaire international) (2013), *Energy Subsidy Reform: Lessons and Implications*, janvier, www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012813.pdf.
- GIEC (Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat) (2014), *Climate Change 2014: Mitigation of Climate Change Summary for Policymakers*, Fifth Assessment Report.
- GOODELL J. (2013), « Goodbye, Miami », *Rolling Stone*, 20 juin, www.rollingstone.com/politics/news/why-the-city-of-miami-is-doomed-to-drown-20130620.
- GORDON (2013), « Water: Critical Resource and Costly Risk for Miners », *Mineweb*, 30 mai, www.mineweb.com/archive/water-critical-resource-and-costly-risk-for-miners/.
- GRUNHOFF M. (2013), « Pouring More Fuel on the Fire: the Nature and Extent of Federal Government Subsidies to the Mining Industry », The Australia Institute, *Policy Brief*, n° 52, juin.
- HECK S. et ROGERS M. (2014), « Are You Ready for the Resource Revolution? », *McKinsey Quarterly*, mars, www.mckinsey.com/insights/sustainability/are_you_ready_for_the_resource_revolution.
- IEA (International Energy Agency) (2014), *World Energy Outlook*.
- KPMG (2014), *A New Vision of Value: Connecting Corporate and Societal Value Creation*, septembre, www.kpmg.com/Global/en/topics/climate-change-sustainability-services/Documents/a-new-vision-of-value-v1.pdf.
- LITTERMAN B. (2012) *Tail Risk and the Price of Carbon Emissions*, manuscrit.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2013a), *Resource Revolution: Tracking Global Commodity Markets*, septembre, <http://mckinseysociety.com/resource-revolution-tracking-global-commodity-markets/>.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2013b), *Reverse the Curse: Maximizing the Potential of Resource-Driven Economies*, décembre.
- OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) (2012), *Inventory of Estimated Budgetary Support and Tax Expenditures for Fossil Fuels 2013*.
- OEKOM RESEARCH (2014), « The Importance of Sustainability Criteria in Assessing Opportunities and Risk of Investing in Corporate Bonds », *Note de recherche*, octobre.
- PAYNE S., DUTZIK T. et FIGDOR E. (2009), *The High Cost of Fossil Fuels*, Environment America, juin, www.environmentamerica.org/sites/environment/files/reports/The-High-Cost-of-Fossil-Fuels.pdf.
- PLUMMER B. (2013), « Drought Helped Cause Syria's War. Will Climate Change Bring More Like It? », *The Washington Post*, 10 septembre, www.washingtonpost.com/blogs/wonkblog/wp/2013/09/10/drought-helped-caused-syrias-war-will-climate-change-bring-more-like-it/.
- POTTER G. (2014), « Agricultural Subsidies Remain a Staple in the Industrial World », Worldwatch Institute, Vital Signs Online, février, <http://vitalsigns.worldwatch.org/vs-trend/agricultural-subsidies-remain-staple-industrial-world>.
- PRI (Principles for Responsible Investment) (2013), *Corporate Bonds: Spotlight on ESG Risks*, www.unpri.org/viewer/?file=wp-content/uploads/PRI_CORPORATE_BONDS_SPOTLIGHT_ON_ESG_RISKS_2013.pdf.
- PRI (2014), *Fixed Income Investor Guide*, www.unpri.org/viewer/?file=wp-content/uploads/PRI-fixed-income-investor-guide-2014.pdf&tdm_i=1PCE,2T9Q3,HAMUPJ,A7WM3,1.
- ROCKSTRÖM J. *et al.* (2009), « Planetary Boundaries: Exploring the Safe Operating Space for Humanity », *Ecology and Society*, vol. 14, n° 2, p. 32.

- ROZENTAL A. (2014), « How Will a Fight over Sugar Affect US-Mexico Trade Ties? », Brookings, 10 septembre.
- STANDARD & POOR'S (2014a), « Carbon Constraints Cast a Shadow over the Future of the Coal Industry », *Standard & Poor's Ratings Direct*, 21 juillet.
- STANDARD & POOR'S (2014b), « Carbon, Coal and Credit: What's Next for the US's Clean Power Plan », *CreditWeek*, 10 septembre.
- SWISS RE SIGMA (2014), *Natural catastrophes and Man-Made Disasters in 2013*.
- TIROLE J. (2009), « Some Economics of Global Warming », *Rivista di Politica Economica*, vol. 98, n° 6, novembre, pp. 9-42.
- TRUCOST (2012), *Natural Capital at Risk: a Study of the Top 100 Business Impacts*, juin.
- TRUCOST (2013), *Natural Capital at Risk: the Top 100 Externalities of Business*, avril.
- WEF (World Economic Forum) (2013), *Building Resilience in Supply Chains*, janvier.
- WONG F. (2014), « Steel Industry on Subsidy Life-Support as Chinese Economy Slows », *Reuters*, 18 septembre, www.reuters.com/article/2014/09/19/us-china-economy-steel-idUSKBN0HD2LC20140919.
- WRG (The 2030 Water Resources Group) (2009), *Charting our Water Future: Economic Frameworks to Inform Decision-Making*.
- ZIFFER L. B. (2012), « Bankruptcy Trusts and Asbestos Litigation », American Bar Association, 11 juin, <http://apps.americanbar.org/litigation/committees/products/articles/spring2012-bankruptcy-trusts-asbestos-litigation.html>.