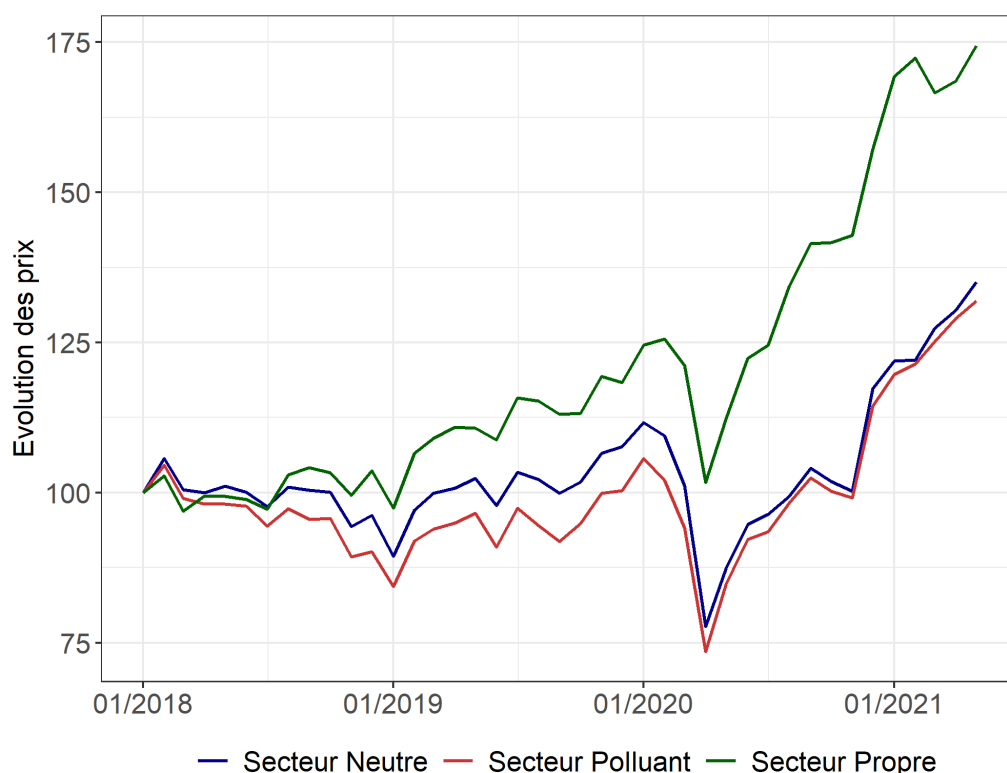


Y a-t-il une bulle sur les actions « vertes » ?

Par Tristan Jourde et Arthur Stalla-Bourdillon

Face à la surperformance récente des secteurs les mieux orientés pour accompagner la transition écologique, certains commentateurs ont exprimé leur inquiétude de voir se développer une bulle sur les actions « vertes ». Toutefois, une analyse systématique reposant sur les scores environnementaux (le « E » de ESG) de plus de 2500 actions au sein de l'indice Datastream Monde conduit à relativiser ce diagnostic.

Graphique 1 : Évolution des prix des secteurs propres, neutres et polluants



Source: Datastream. Périmètre: Monde. Calculs BdF. Les séries représentent les prix de portefeuilles basés sur des regroupements sectoriels propres/neutres/polluants. Les prix (moyenne équipondérée des firmes) sont en indice base 100 à janvier 2018.

Un narratif sur l'émergence d'une « bulle verte »

À la suite du choc négatif de Covid-19 en mars 2020, la plupart des indices action ont fortement rebondi en dépit des incertitudes sur l'évolution de la pandémie (+28% pour le S&P 500 entre février 2020 et juillet 2021). Une telle dynamique peut être préoccupante si elle signale une déconnexion des marchés de leurs fondamentaux, laquelle tend à accroître le risque de correction boursière ([Chatelais et Stalla-Bourdillon, 2021](#)).

Dans ce contexte, certains secteurs ont connu une progression plus marquée que d'autres. À titre illustratif, le Graphique 1 représente l'évolution des prix de plus de 2 500 actions

mondiales regroupées en fonction de leur appartenance à des secteurs « propres » (carburants propres, énergies renouvelables, etc.), « polluants » et défavorablement affectés par la transition écologique (pétrole, transport routier, etc.) ou « neutres ». Si le choc de mars 2020 a eu un impact sur les trois portefeuilles, les secteurs propres ont nettement surperformé par rapport aux secteurs polluants sur les dernières années. Par conséquent, certains commentateurs ont exprimé leur inquiétude de voir se développer une bulle sur les actifs verts ([Aramonte et Zabai, 2021](#)).

Toutefois, le phénomène décrit ci-dessus n'est pas nécessairement synonyme de bulle spéculative. D'une part, pour déterminer l'existence d'une potentielle survalorisation, il convient de rapporter les évolutions des prix aux fondamentaux des entreprises (*via* des métriques de valorisation comme le Price-Earnings ratio, PER). D'autre part, le portefeuille « propre » présenté dans le Graphique 1 repose sur un nombre restreint d'entreprises concentrées sur quelques secteurs. Une survalorisation de ces actifs serait un phénomène localisé qui n'affecterait que partiellement les investisseurs qui tendent à conserver une allocation plus diversifiée.

Au lieu de se focaliser sur la potentielle survalorisation de quelques secteurs, nous adoptons ici une approche plus large basée sur le score environnemental des entreprises (le « E » de ESG). En d'autres termes, notre analyse se concentre sur la question suivante : au niveau de l'économie dans son ensemble, les entreprises ayant une meilleure notation environnementale sont-elles systématiquement surévaluées ? Pour ce faire, nous construisons un portefeuille « vert », constitué d'un large panel de firmes, sur la base du score environnemental en question (Graphique 2). Les scores environnementaux des entreprises intègrent des mesures de leurs émissions de CO₂, de leurs performances environnementales et de leurs stratégies en matière d'énergies renouvelables. Ces scores sont normalisés au sein de chaque secteur, conduisant à une sélection « best-in-class », favorisée par la plupart des intervenants (c'est-à-dire privilégiant les entreprises les mieux notées dans leur domaine d'activité sans exclusion de secteur). Une telle approche permet ainsi de tester l'existence d'une bulle verte généralisée, plus dommageable pour les investisseurs.

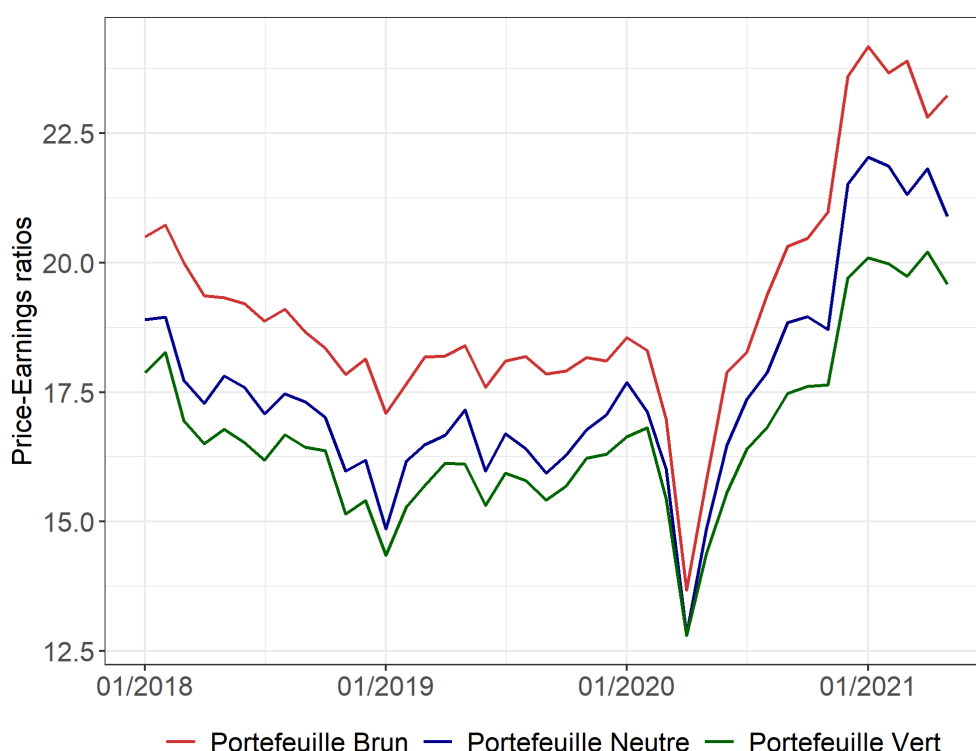
Des valorisations plus conservatrices qu'attendu

Théoriquement, le respect des normes environnementales peut avoir un impact à la fois positif et négatif sur la valorisation des entreprises. Si les investisseurs anticipent une augmentation du risque environnemental, cela peut se traduire par une hausse de la valorisation des actifs verts, utilisés comme outil de couverture ou d'exposition à la transition écologique ([Pástor et al., 2020](#), [Bolton et al., 2020](#)). Les actifs verts peuvent également faire l'objet d'une demande accrue pour des motifs extra-financiers ([Fama and French, 2007](#)) ou bénéficier d'une bonification lorsqu'ils sont inclus dans des indices populaires, tel que le MSCI Global Environment.

À l'inverse, un score environnemental élevé peut aller de pair avec une faible rentabilité future, notamment si le management de la firme favorise d'autres objectifs que la maximisation des rendements ([Gillan et al., 2021](#)). Enfin, la difficulté d'évaluer la performance environnementale des firmes et le risque de « green washing » génère un taux de désaccord élevé entre les différents scores environnementaux, à même de diluer les flux d'investissement verts ([Billio et al., 2020](#), [Afota et al. 2021](#)).

Le Graphique 2 représente les PER (bénéfices calculés sur les 12 derniers mois) médians de portefeuilles « vert », « brun » et « neutre », basés sur des seuils fixés aux 30^e et 70^e percentiles des scores environnementaux des actions utilisées dans le Graphique 1. Dans la mesure où les notations ESG sont rarement consensuelles, nous construisons au préalable un score composite tiré de quatre sources : Asset4, CDP, RobecoSAM et Sustainalytics. Nous excluons de l'étude les firmes pour lesquelles le désaccord sur le score environnemental est trop important. Les résultats sont toutefois robustes à l'inclusion de l'ensemble des firmes ainsi qu'à la constitution de portefeuilles basés sur les scores de chaque source prise individuellement.

Graphique 2 : Price-Earnings ratios de portefeuilles classés en fonction de leur score environnemental



Sources: Datastream, Asset4, CDP, RobecoSAM, Sustainalytics. Périmètre: Monde. Calculs BdF. La qualification des portefeuilles Vert/Neutre/Brun dépend de seuils fixés aux 30^e et 70^e percentiles des scores environnementaux.

Le Graphique 2 indique que, contrairement aux narratifs sur l'émergence d'une « bulle verte », les entreprises avec un score environnemental élevé (en vert) apparaissent moins valorisées que les firmes moins bien notées (en rouge). Ce résultat vaut quelle que soit la métrique de valorisation utilisée, en considérant par exemple un forward-PER ou les primes de risque.

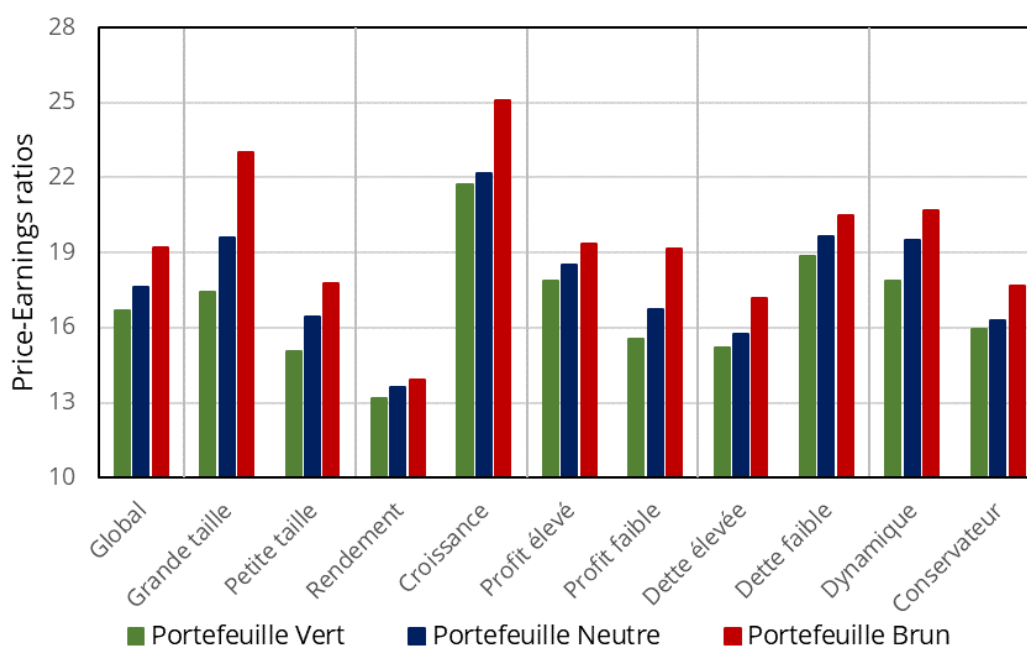
Certes, l'approche sectorielle (similaire à celle du Graphique 1) révèle que les secteurs propres affichent des ratios de valorisation supérieurs au reste du marché (PER de 23,2, 21,0 et 20,1 pour les secteurs propres, neutres et polluants, respectivement) mais cela reste un phénomène localisé n'affectant qu'un nombre limité d'entreprises.

La prise en compte des caractéristiques des entreprises n'explique pas cette différence de valorisation

De nombreuses caractéristiques peuvent affecter la valorisation des firmes au-delà de leurs propriétés environnementales, telles que leur taille (Grande/Petite), leur « book-to-market ratio » (l'entreprise est qualifiée de Rendement/Croissance si ce ratio est élevé/faible), leur rentabilité opérationnelle, leur niveau d'endettement, leur politique d'investissement (Dynamique/Conservateur), ou encore leur appartenance à des secteurs ou à des pays structurellement plus valorisés.

Pour tenir compte de ces effets, le Graphique 3 représente le PER moyen, sur la période 2018–21, de portefeuilles obtenus en croisant la caractéristique environnementale (Vert/Neutre/Brun) avec les variables évoquées ci-dessus. Ainsi, le portefeuille « Vert – Grande taille » se compose d'entreprises ayant une capitalisation boursière importante et un score environnemental élevé.

Graphique 3 : Price-Earnings ratios de portefeuilles multifactoriels



Sources: Datastream, Asset4, CDP, RobecoSAM, Sustainalytics. Périmètre: Monde. Calculs BdF. Le graphique représente les PER moyens de portefeuilles construits en fonction du score environnemental des firmes, croisé avec d'autres caractéristiques.

On remarque qu'en tenant compte de ces caractéristiques, le message reste inchangé : quel que soit le type de portefeuille considéré, les entreprises vertes apparaissent moins valorisées que les firmes brunes. Ce résultat est robuste dans le cadre de régressions en panel, où l'on évalue l'impact du score environnemental sur les PER en contrôlant par les mêmes variables (taille, endettement...) ainsi que par le secteur et le pays des entreprises considérées. Toutes choses égales par ailleurs, passer d'un score environnemental faible (moyenne du score du portefeuille brun) à un score environnemental élevé (moyenne du score du portefeuille vert) équivaut à une perte de 2,6 points de PER.

En définitive, en dépit des récents commentaires sur l'émergence d'une bulle spéculative sur les actions vertes, une analyse systématique basée sur les scores environnementaux des firmes conduit à relativiser ce diagnostic : les actions présentant un score environnemental élevé apparaissent moins valorisées. La décote renseignée ici peut s'expliquer soit par les canaux théoriques négatifs évoqués plus haut (disparité des scores environnementaux, autres objectifs poursuivis par le management), soit par le fait que les investisseurs estiment que les risques environnementaux restent contenus, et ne sont donc pas prêts à payer une prime pour les entreprises qui y sont moins exposées.

D'après la récente revue de littérature de [Gillan et al. \(2021\)](#), ce résultat s'inscrit plutôt en contradiction avec la plupart (mais pas l'ensemble) des précédentes études analysant l'effet de la responsabilité sociétale des entreprises sur les valorisations boursières. Plusieurs éléments peuvent justifier cette divergence, notamment le fait que nous nous intéressons spécifiquement à la performance environnementale des firmes plutôt qu'au concept, plus large, de responsabilité sociétale. Par ailleurs, notre analyse, qui porte sur un grand nombre d'actions cotées au cours de la période récente, n'exclut pas la possibilité d'une survalorisation sur des segments de marché plus restreints ou sur d'autres classes d'actifs.