

Placements plus durables des caisses de pension: raisons et obstacles

Étude sur les caisses de pension suisses | Novembre 2021



Aspects ESG dans les caisses de pension suisses
**Les caisses de pension suisses investissent
plus durablement**

Page 14

ESG dans les caisses de pension suivant les pays
Un potentiel de rattrapage pour la Suisse

Page 27

Potentiel de rendement des placements durables
**Des rendements ESG positifs et supérieurs
attendus dans les pays émergents**

Page 33

Impressum

Éditeur: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

Dr. Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research
+41 44 333 17 06
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Dr. Sara Carnazzi Weber
Head of Policy & Thematic Economics
+41 44 333 58 82
sara.carnazzi@credit-suisse.com

Clôture de rédaction

22 novembre 2021

Commandes

Exemplaires électroniques via
www.credit-suisse.com/etudecaissesepension

Copyright

Ce document peut être cité en mentionnant la source.
Copyright © 2021 Credit Suisse Group AG et/ou
sociétés liées. Tous droits réservés.

Sources

Credit Suisse ou spécifiées le cas échéant

Auteurs

Policy and Thematic Economics

Dr. Sara Carnazzi Weber, +41 44 333 58 82, sara.carnazzi@credit-suisse.com
Dr. Jan Schüpbach, +41 44 333 77 36, jan.schuepbach@credit-suisse.com

Conseil en stratégie Pension Funds & Corporate Investors

Agnes Rivas, +41 44 332 20 98, agnes.rivas@credit-suisse.com
Christian Wicki, +41 44 332 32 18, christian.wicki.2@credit-suisse.com

Auteurs d'autres secteurs

Jacqueline Oh, Asset Management
Michael van der Meer, Sustainable Investment Specialists
Aurore Staes, Global Investment Strategy

Contributions

Aneta Daniel
Marcin Jablonski
Christine Mumenthaler
Andreas Weber

Chère lectrice, cher lecteur,

Les placements intégrant des aspects ESG (environnementaux, sociaux, de gouvernance) ne cessent de gagner en importance, et au sein des caisses de pension suisses aussi. C'est ce que montre cette sixième édition de l'étude sur les caisses de pension suisses parue pour la première fois en 2009, qui est entièrement consacrée à la durabilité. Les expertes et experts du Credit Suisse se sont penchés sur les questions suivantes: Comment les stratégies de placement durables sont-elles mises en œuvre dans le détail? Dans quelle mesure l'investissement durable est-il déjà pratiqué dans les pays émergents? Comment évaluer le potentiel de rendement des placements durables par rapport aux placements traditionnels? Comment prendre en compte l'aspect de la durabilité dans les placements immobiliers? Les analyses sont fondées sur une enquête menée auprès des institutions de prévoyance suisses, puis complétées par des estimations financières et macroéconomiques des défis auxquels les caisses de pension suisses sont confrontées lors de la mise en œuvre de placements plus durables.

Selon l'enquête menée, une part importante et croissante des actifs investis dans les pays industrialisés peut être qualifiée de durable. Différentes approches sont adoptées, et les efforts portent sur toutes les grandes catégories de placement. Les critères ESG sont encore nettement sous-représentés dans les placements sur les marchés émergents, mais ces placements servent souvent à réduire les risques et peuvent offrir un potentiel de rendement supplémentaire. Dans le même temps, les caisses de pension sont confrontées à des obstacles: pour quatre institutions de prévoyance sur cinq interrogées, le manque de transparence des données ESG et la comparabilité limitée des critères ESG qui en découle représentent un défi. Enfin, la mise en œuvre d'une stratégie de placement plus durable exige également des ressources en personnel et un savoir-faire. Les caisses de pension interrogées sont toutefois conscientes de leur rôle déterminant en tant qu'investisseurs institutionnels, et la grande majorité d'entre elles déclarent franchir le pas vers des investissements plus durables par conviction. Les risques de réputation et de placement résultant de la réglementation entrent également en ligne de compte.

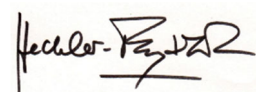
Le Credit Suisse s'engage depuis longtemps en faveur de l'investissement durable et adopte une démarche globale. Nos experts accompagnent les caisses de pension suisses à tous les niveaux du processus de placement stratégique dans leur approche individuelle de la durabilité. Les discussions au sein du Conseil de fondation constituent la première étape de cette démarche, à laquelle la présente étude peut fournir quelques pistes de réflexion.

Nous remercions toutes les personnes qui ont participé à notre enquête et ont ainsi apporté une précieuse contribution à notre étude.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.



Beat Zeller
Head of Pension Funds & Corporate
Investors



Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research

MANAGEMENT SUMMARY	5
PRISE EN COMPTE STRATÉGIQUE DU THÈME DE LA DURABILITÉ	8
L'objectif est un rendement conforme au marché, mais également «social».....	8
ASPECTS ESG DANS LES CAISSES DE PENSION SUISSES	14
Les caisses de pension suisses investissent plus durablement	14
Placements immobiliers durables: responsabilité des caisses de pension.....	21
COMPLÉMENT: ESG DANS LES CAISSES DE PENSION SUIVANT LES PAYS.....	27
Un potentiel de rattrapage pour la Suisse	27
LE POTENTIEL DE RENDEMENT DES PLACEMENTS DURABLES.....	33
Des rendements ESG positifs et supérieurs attendus dans les pays émergents.....	33

Management Summary

Les considérations de durabilité transparaissent de plus en plus dans le processus de placement

(chapitre 1, p. 2 – 12)

Du fait de la prise de conscience accrue en matière de durabilité, les institutions de prévoyance suisses ne se concentrent plus exclusivement sur la génération du rendement nécessaire. Selon le mandat légal du deuxième pilier, ce rendement doit couvrir les engagements de l'institution à long terme. En parallèle, les assurés et le public demandent de plus en plus que les aspects ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) soient pris en compte dans les décisions de placement, en plus des critères traditionnels. De même, le devoir de diligence fiduciaire est de plus en plus souvent interprété dans le sens que les aspects ESG font partie des risques et opportunités économiques. La mise en place d'une politique de placement durable individuelle dans chaque institution de prévoyance commence par des discussions au sein du Conseil de fondation. Celui-ci élabore le concept de durabilité propre à la caisse de pension sur lequel repose la politique de développement durable, qui peut ensuite être intégrée progressivement à tous les niveaux du processus de placement stratégique: de la conception à la mise en œuvre jusqu'au contrôle des résultats.

La durabilité est de plus en plus souvent prise en compte, mais avec des approches différentes

(chapitre 2, p. 14 – 20)

L'enquête auprès des caisses de pension montre qu'un nombre croissant d'institutions de prévoyance prennent en compte les critères ESG dans leurs activités de placement. La part des caisses de pension qui investissent plus de 60% de leurs actifs de manière durable est passée de 10,8% il y a trois ans à 28% actuellement, et d'après les participants à l'enquête, elle approchera les 50% dans trois ans. Les caisses de pension adoptent différentes approches, la majorité d'entre elles en appliquant plusieurs en parallèle. Trois quarts des participants excluent des entreprises ou des secteurs de leur univers de placement sur la base de listes d'exclusion. La liste publiée par l'Association suisse pour des investissements responsables (ASIR) est considérée comme la norme du secteur par une majorité d'acteurs. 60% des institutions de prévoyance ont tendance à suivre les recommandations de l'ASIR. Les participants excluent des entreprises à cause de leur activité (par exemple, la fabrication d'armes), de leurs émissions élevées de CO₂, de leurs pratiques au regard du droit du travail et des droits de l'homme ou du fait de la corruption. Outre l'exclusion, l'intégration et l'engagement ESG sont également des approches répandues.

Les placements conformes aux critères ESG sont pour l'essentiel effectués en Suisse, en Europe et en Amérique du Nord, mais également dans les pays émergents

(chapitre 2, p. 14 – 20)

Ces approches de placement durable sont essentiellement appliquées en Suisse, en Europe et en Amérique du Nord. L'exploitation de sources de rendement supplémentaires et la réduction du risque de placement incitent toutefois les institutions de prévoyance à effectuer des placements durables dans les pays émergents en général, et en Chine en particulier. L'enquête montre que plus la part des caisses de pension qui investissent dans une région est élevée, plus la part de celles qui investissent en respectant les critères ESG est importante. Pour les placements dans les pays émergents, le manque de transparence des ratings ESG et le risque de «greenwashing» sont perçus comme des défis. Les actions représentent la part d'actifs investis durablement la plus élevée dans toutes les régions. 90% des caisses de pension interrogées déclarent avoir mis en œuvre de manière durable au moins un quart de l'allocation des actions dans les pays industrialisés. Ce sont près de la moitié dans les pays émergents, et environ un quart en Chine.

De bonnes raisons pour s'engager sur la voie de l'investissement durable, mais aussi des obstacles

(chapitre 2, p. 14 – 20)

Les raisons qui poussent les caisses de pension à investir durablement sont en premier lieu la conviction, mais également les risques de réputation et les évolutions réglementaires actuelles et à venir. Le manque de transparence des données ESG est perçu comme un obstacle par quatre caisses de pension sur cinq. Environ la moitié d'entre elles considère qu'il est difficile de faire la distinction entre le «greenwashing» et les placements ayant un impact positif durable en se basant sur les critères ESG. L'impact peu clair sur la performance, les coûts liés aux placements durables et le manque de ressources sont également cités comme étant des obstacles. Rien d'étonnant donc à ce que de nombreuses caisses de pension choisissent de se faire accompagner par un prestataire externe dans leur quête de durabilité. Les banques et les gestionnaires de fortune sont les plus sollicités, suivis par les consultants et les agences de développement durable. 56% des caisses de pension font appel à un conseiller externe pour leurs activités d'engagement et 61% pour l'exercice du droit de vote.

Placements immobiliers durables: responsabilité des caisses de pension

(chapitre 3, p. 21 – 25)

L'immobilier est responsable d'une grande partie de la consommation des ressources et des émissions de CO₂. En leur qualité d'acteurs importants du marché immobilier, les caisses de pension peuvent contribuer directement à une plus grande durabilité par leurs décisions d'achat, de développement et de gestion des immeubles. Dans le même temps, l'immobilier durable peut apporter une valeur ajoutée décisive aux caisses de pension en quête de rendement, car il est généralement admis que sa valeur restera plus stable à long terme que l'immobilier conventionnel. Les

exigences réglementaires croissantes constituent un autre moteur important des investissements dans l'immobilier durable. La majorité des institutions de prévoyance suisses investissent dans des placements immobiliers des pays industrialisés. Près de 77% respectivement 79% des personnes interrogées indiquent également qu'au moins 25% de leurs placements immobiliers indirects et directs dans ces pays respectent les critères ESG. Il s'agit notamment de mesures concrètes visant à accroître la durabilité des immeubles neufs et existants, par exemple en réduisant la consommation d'énergie. Cependant, la part d'institutions de prévoyance qui investissent dans le secteur de l'immobilier diminue considérablement lorsque le marché cible se trouve en dehors du groupe des pays industrialisés, et la part des placements respectant les critères ESG y est également plus faible. La plus grande difficulté pour réussir la mise en œuvre des stratégies de développement durable dans le secteur de l'immobilier reste la question de la mesurabilité, de la transparence et de la comparabilité des indicateurs de durabilité. Les certifications de durabilité et les labels de construction ne sont pas suffisants, car leur diversité et leur orientation parfois propre à chaque pays rendent la comparaison difficile. Les référentiels ESG qui permettent de comparer les performances en matière de durabilité au moyen d'évaluations structurées peuvent remédier à ce problème.

Complément: l'ESG dans les caisses de pension suivant les pays
(chapitre 4, p. 27 – 31)

La part de placements durables effectués aujourd'hui par les caisses de pension dépend dans une large mesure des institutions et administrations nationales. Dans les pays qui historiquement imposent une interprétation plus stricte et plus traditionnelle du devoir de diligence fiduciaire aux caisses de pension, les critères ESG sont généralement moins pris en compte. Dans un contexte international, le Global Pension Transparency Benchmark (GPTB) classe la Suisse onzième sur quinze pays étudiés en termes de placements responsables réalisés par les caisses de pension. La Suisse se situe ainsi dans la moyenne inférieure du classement, derrière les États-Unis et avant le Japon. Les pays nordiques ont une longue histoire et une bonne réputation en matière d'investissement socialement responsable (ISR). Le GPTB place la Suède au premier rang du classement de l'investissement responsable, suivie des Pays-Bas, du Danemark, du Canada, de la Finlande et de la Norvège.

Scores ESG: l'Europe en tête du classement, les États-Unis dans la moyenne, les pays émergents en bas du classement
(chapitre 5, p. 33 – 37)

Les scores ESG de l'indice MSCI AC World classent un peu plus d'un quart des entreprises (30,3%) en *Leader* (AAA et AA), la majorité (63,2%) en *Average* (*moyen*) (A, BB et BBB) et une minorité (5,7%) en *Laggard* (*retardataire*) (B et CCC). La plupart des entreprises des pays émergents se situent dans le segment *Average* (68,3%). Ces pays sont toutefois en retard sur le reste du monde étant donné que les catégories *Leader* et *Laggard* sont à égalité (respectivement 16,5% et 15,2%). Les évaluations de l'indice MSCI EM révèlent toutefois une image hétérogène au sein des pays émergents. L'Amérique latine se classe en tête avec la part la plus importante d'entreprises dans la catégorie *Leader* (16,8%), tandis que la Chine et l'Inde n'en ont respectivement que 7,3% et 8,4%, et la Russie seulement 2%.

Performance des placements ESG: les rendements excédentaires sont plus élevés dans les pays émergents que dans les pays industrialisés
(chapitre 5, p. 33 – 37)

Afin d'analyser la performance des placements ESG, nous avons examiné les indices MSCI ESG Leaders, qui présentent l'avantage de reproduire les critères ESG tout en étant comparables aux indices de référence traditionnels. Nos résultats indiquent que les indices ESG offrent des rendements excédentaires et que ceux-ci sont plus élevés dans les pays émergents que dans les pays industrialisés. Au cours des trois dernières années, l'indice MSCI World ESG et l'indice MSCI Emerging Markets ESG ont enregistré des rendements excédentaires annualisés de 1% et 1,8% respectivement par rapport à leurs indices de référence (MSCI AC World et MSCI Emerging Markets), et de 0,1% et 2,8% respectivement au cours des dix dernières années. Cependant, nous avons également constaté que ces rendements excédentaires semblaient diminuer au fil du temps, même si nous avons observé une stabilisation ces dernières années. Ceci pourrait tenir au fait que l'avantage ESG a profité aux pionniers en la matière, mais qu'il s'est estompé avec la démocratisation des critères ESG à l'échelle mondiale. Il convient également de souligner que tous les pays émergents n'affichent pas la même performance positive par rapport aux indices traditionnels. Il est souvent difficile d'évaluer si les entreprises ou les indices présentant des scores ESG élevés sont plus performants. Cela dépend de nombreuses contraintes empiriques.

Chance: limiter au maximum le risque de pertes extrêmes
(chapitre 5, p. 33 – 37)

Que ce soit dans une approche *bottom-up* ou *top-down*, nous trouvons la confirmation que l'intégration des aspects ESG permet de reproduire certaines caractéristiques associées aux traits défensifs. Par exemple, des scores ESG plus élevés sont associés à des dividendes plus importants, tandis que les scores ESG sont négativement liés au cours et à la volatilité des actions – et ce de manière stable sur une longue période. Nous en concluons en particulier que l'intégration de scores ESG réduit la probabilité de risques extrêmes. Les caractéristiques ESG semblent aller de pair avec une meilleure protection des entreprises en période de crise et d'ondes de choc négatives.



L'objectif est un rendement conforme au marché, mais également «social»

Du fait de leur importance sociale et de la grande influence qu'elles exercent en tant que groupe d'investisseurs important, on attend de plus en plus des caisses de pension non seulement qu'elles génèrent un rendement, mais également qu'elles intègrent activement des critères ESG dans leurs placements. Le rapport à la durabilité doit être élaboré progressivement par le Conseil de fondation et se manifeste à toutes les étapes du processus de placement.

Générer un rendement conforme au marché, la mission première des institutions de prévoyance

Le mandat légal du deuxième pilier consiste à permettre aux assurés, avec le premier pilier, de maintenir leur niveau de vie antérieur. Le premier pilier et le deuxième pilier doivent assurer un revenu acquis sous forme de rente d'environ 60% du dernier salaire. À cette fin, 1438 caisses de pension en Suisse géraient environ 1064 milliards CHF d'actifs fin 2020.¹ La loi² oblige à tenir compte de la sécurité, de la liquidité et de la rentabilité de ces actifs dans le cadre des décisions d'investissement. Il s'agit d'obtenir un rendement conforme au marché en acceptant des risques justifiables, la prise en considération de la durabilité n'étant pas explicitement exigée par le régulateur. L'article 51 b al. 2 LPP impose toutefois aux responsables des placements de respecter le devoir de diligence fiduciaire et de servir les intérêts des assurés. Toutes les opportunités et tous les risques des placements doivent être pris en compte.

Des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (critères ESG) peuvent influencer le développement financier à long terme des entreprises. Faut-il les intégrer dans le sens d'une conception globale du devoir de diligence fiduciaire? Aucune réponse définitive n'a été apportée à cette question, mais on constate qu'une telle approche est de plus en plus demandée. Dans son guide pour les placements des institutions de prévoyance³, l'Association suisse des institutions de prévoyance ASIP recommande explicitement d'interpréter également l'obligation fiduciaire dans le sens de la durabilité. Les risques ESG et les risques climatiques doivent être pris en compte dans la définition de la stratégie de placement comme faisant partie des risques économiques dans le cadre de la gestion globale des risques. Si on la compare à d'autres pays, la Suisse suit une approche libérale et autorégulatrice qui laisse une grande liberté aux institutions de prévoyance. Les prescriptions légales en matière de durabilité se limitent à l'exercice actif des droits de vote des actionnaires sur certaines questions. Les réglementations cantonales dans les cantons de Fribourg, Vaud et Genève vont un peu plus loin en appelant les caisses de pension de droit public à promouvoir un développement économique durable. En Europe, la réglementation est beaucoup plus développée qu'en Suisse, notamment en France, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. À l'heure actuelle, les institutions de prévoyance suisses sont généralement libres de décider de prendre en compte ou non les critères ESG dans les placements.

Les considérations de durabilité font de plus en plus souvent partie de l'équation

Un nombre croissant de caisses de pension se donnent toutefois pour objectif de générer un rendement conforme au marché, mais également de contribuer à une économie plus durable en orientant les flux financiers de manière ciblée. Selon l'enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension, la durabilité fait déjà partie de la stratégie de placement de 86% des caisses de pension suisses, ou son introduction est en cours de discussion. La conviction et l'intention de contribuer à une économie plus durable sont les principaux motifs de la prise en compte des critères ESG dans les décisions de placement. Selon l'enquête sur les caisses de pension, les autres motifs sont le risque de réputation, la réglementation (actuelle ou future) et la renommée de l'institution. Indépendamment de ces motifs, une institution de prévoyance doit remplir son

¹ Office fédéral de la statistique (OFS), Statistique des caisses de pension, valeurs provisoires pour 2020

² Art. 71 al. 1 de la Loi fédérale sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité (LPP)

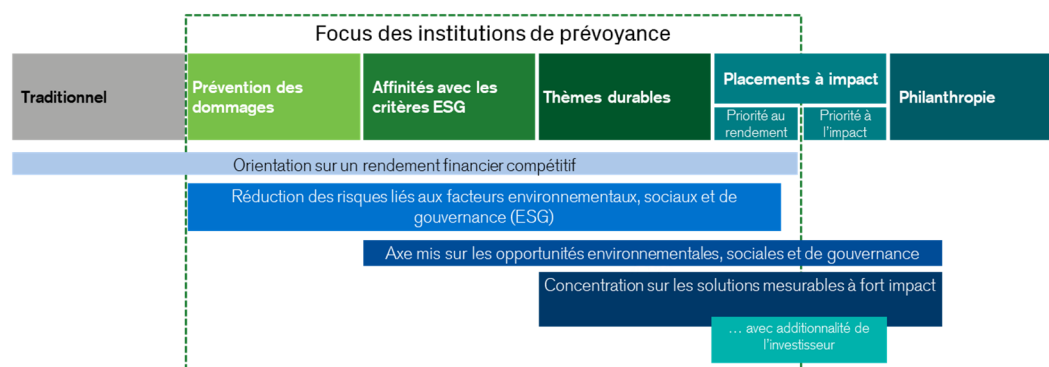
³ Guide pour les placements des institutions de prévoyance, ASIP (Association suisse des institutions de prévoyance), juillet 2018

mandat légal de réalisation d'un rendement approprié pour les destinataires. Cela implique d'identifier les aspects de durabilité qui ont un impact direct sur le rendement et le risque des placements. Dans l'esprit du devoir fiduciaire, il s'agit d'identifier les risques ESG qui doivent être pris en compte dans ce contexte.

Cette sensibilisation croissante à la durabilité se reflète également dans les actifs gérés. Ces dernières années, les actifs investis durablement en Suisse ont considérablement augmenté. Ils atteignent 1520 milliards CHF à fin 2020. La majorité de ces actifs reviennent à des investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension et les compagnies d'assurance. Environ un tiers de leur fortune était investie de manière durable à fin 2020.⁴ Les grands investisseurs institutionnels s'engagent de plus en plus ouvertement en faveur de la durabilité. Parmi eux, la plus grande caisse de pension du monde, le «Government Pension Investment Fund» au Japon, mais aussi de grands investisseurs institutionnels suisses. Nombre d'entre eux sont membres de l'Association suisse pour des investissements responsables (ASIR), fondée en 2015. Les assurés également attendent de plus en plus de leur caisse de pension qu'elle prenne position sur la durabilité dans le processus de placement. Il devient donc de plus en plus urgent que les responsables des placements s'emparent activement du thème de la durabilité. Les caisses de pension, l'un des groupes d'investisseurs les plus influents, doivent jouer un rôle de pionnier. Cependant, même avec des investissements durables, l'accent doit être mis sur la véritable mission des institutions de prévoyance: la réalisation d'un rendement qui leur permet de couvrir leurs engagements à long terme. Seuls des placements qui génèrent un rendement conforme au marché sont admissibles dans la gamme des placements (cf. graphique).

La durabilité dans la gamme des placements

Possibilités de mise en œuvre dans la gamme des placements entre les placements traditionnels et les placements à orientation ESG



Source: Credit Suisse

Intégration progressive à toutes les étapes du processus de placement

Face à l'augmentation de la demande, on assiste de plus en plus au développement d'une offre importante de produits financiers durables, qui couvre différentes approches et permet d'effectuer des placements durables dans différentes catégories de placements et régions. La disponibilité des données et des notations ESG s'est également améliorée ces dernières années. Néanmoins, la transposition de la mégatendance mondiale à la durabilité en une politique de placement concrète et mesurable représente un défi pour de nombreuses institutions de prévoyance. Une approche globale de la durabilité doit s'étendre à toutes les étapes du processus de placement stratégique. Il faut tout d'abord définir les principes et objectifs au niveau stratégique. La deuxième étape est la mise en œuvre de la politique de placement durable. Enfin, la troisième et dernière étape consiste en un contrôle des résultats. Dans la pratique, l'ordre de ces étapes n'est pas systématiquement respecté. Il arrive souvent que les principes sur lesquels la politique de développement durable doit s'orienter (niveau stratégique) ne soient définis qu'une fois l'investissement réalisé. Le Credit Suisse recommande de procéder étape par étape pour intégrer la durabilité dans un processus de placement existant.

Définition de l'approche de durabilité au niveau stratégique

Le Conseil de fondation énonce les principes au niveau stratégique. Il s'agit de discuter de diverses questions liées à la durabilité en vue d'élaborer la conception de la durabilité de la caisse de pension. Le graphique ci-dessous contient une liste non exhaustive des aspects stratégiques qui peuvent aider le Conseil de fondation à élaborer l'approche de la caisse de pension. L'associa-

⁴ Swiss Sustainable Finance Market Study 2021

tion professionnelle ASIP recommande d'examiner soigneusement les conséquences de l'approche de durabilité sur les rendements, les frais de gestion de fortune et les erreurs de suivi avant de l'introduire. La disponibilité des solutions de placement, la diversification et l'impact durable réel doivent également être analysés au préalable dans ce contexte⁵.

La conception de durabilité de la caisse de pension doit être compatible avec la mission des institutions de prévoyance et avec le cadre légal (principes de placement de la LPP et devoir de diligence fiduciaire) tout en reflétant les valeurs subjectives des bénéficiaires. Dans le cadre de l'élaboration de leurs critères ESG individuels, certaines caisses de pension mènent des enquêtes auprès de leurs bénéficiaires. D'autres, en particulier les caisses de pension comptant un grand nombre d'assurés actifs ou les institutions à la structure hétérogène, s'appuient sur des normes existantes aussi objectives que possible. Il s'agit notamment de lois, d'ordonnances, mais aussi de conventions et d'accords internationaux, qui constituent souvent le plus petit dénominateur commun. Des cadres tels que le Pacte mondial des Nations Unies servent souvent de base à la recherche de critères ESG objectifs et reconnus.

La durabilité, partie intégrante du processus de placement stratégique

Questions aux différents niveaux à discuter au sein du Conseil de fondation

Niveau stratégique	Mise en œuvre	Contrôle
<ul style="list-style-type: none"> Objectifs et principes Besoins de durabilité des bénéficiaires Définition de la notion de durabilité Communication Cadre normatif Référentiels de durabilité Ressources / expertise existantes ESG dans le règlement de placement 	<ul style="list-style-type: none"> Période de mise en œuvre Catégories de placement durables Approche par catégorie de placement Critères d'exclusion Choix du gestionnaire de fortune Mise en œuvre passive ou active Influence sur les rendements attendus Influence sur les frais Influence sur les erreurs de suivi 	<ul style="list-style-type: none"> Contrôle des résultats Reporting Indicateurs Fréquence du reporting

Source: Credit Suisse

Différences dans la conception des placements durables

Une grande partie des institutions de prévoyance tient compte de la durabilité dans ses décisions de placement ou a l'intention de le faire à l'avenir. Le fait qu'il n'existe pas de compréhension générale de la durabilité constitue un défi. Il en résulte que la durabilité est interprétée différemment par les différents investisseurs et comprend différents critères. Les interprétations et les approches suivies dans la pratique sont donc très variées. Les stratégies d'exclusion prennent en compte en premier lieu les placements qui correspondent aux valeurs de l'investisseur et qui ne causent pas de dommages. Certaines entreprises ou certains secteurs qui produisent des biens controversés, qui opèrent dans des secteurs discutables ou qui enfreignent des normes internationales sont exclus de l'univers de placement. L'intégration, une autre approche importante, consiste à intégrer des facteurs ESG pertinents dans les décisions d'investissement. Cette approche se concentre sur l'impact financier des opportunités et des risques liés aux questions environnementales, aux droits de l'homme, à la gouvernance d'entreprise et à d'autres thèmes. L'approche des thèmes durables mobilise des capitaux pour les entreprises qui proposent des solutions aux défis sociaux.

Prise en considération des possibilités de mise en œuvre comme facteur de succès important

Selon le guide pour les placements des institutions de prévoyance de l'ASIP, les critères de durabilité doivent être adaptés non seulement à l'institution de prévoyance, mais également aux opportunités d'investissement existantes.⁶ Il faut cependant garder à l'esprit que la définition de critères d'exclusion individuels limite l'univers de placement et que ceux-ci doivent être appliqués dans le cadre d'un mandat basé sur titres individuels à gestion active. Il existe une gamme de plus en plus importante de fonds de placement durables pour les principales catégories de placement du portefeuille des caisses de pension. La prise en compte d'une liste d'exclusion publiée par l'ASIR devient de plus en plus courante.⁷ Quelle que soit la forme de mise en œuvre choisie, il est utile d'impliquer les gestionnaires de fortune potentiels à un stade précoce. En termes de volume, les principales catégories de placement du portefeuille moyen des caisses de pension offrent le levier

⁵ Guide pour les placements des institutions de prévoyance, ASIP (Association suisse des institutions de prévoyance), juillet 2018

⁶ Guide pour les placements des institutions de prévoyance, ASIP (Association suisse des institutions de prévoyance), juillet 2018

⁷ Recommandations d'exclusion, Association suisse pour des investissements responsables

le plus important pour une stratégie de développement durable efficace. Selon l'indice Credit Suisse des caisses de pension suisses, les actions représentaient 33,4% de l'allocation d'actifs à fin septembre 2021, suivies par les obligations (29,8%) et l'immobilier (24,2%).⁸

Formalisation dans le règlement de placement et, le cas échéant, dans un document complémentaire

Dès que la politique de placement durable est définie, elle est formalisée dans les principes du règlement de placement. Selon l'enquête auprès des caisses de pension, 45% de l'ensemble des caisses de pension ont déjà franchi cette étape, 23% discutent actuellement de l'introduction d'un article sur la durabilité et 9% ont décidé de l'introduire dans les deux à trois années à venir. Dans une étude, la Haute école des sciences appliquées de Zurich (ZHAW) a analysé la politique de placement durable de grandes institutions de prévoyance.⁹ Dans plus de 90% des 30 institutions étudiées ayant un volume de placement de 3 milliards CHF et plus, cette politique est inscrite dans le règlement de placement ou dans le rapport annuel. Toutefois, le niveau de détail va de peu d'informations concrètes à des objectifs très détaillés.

Les règlements de placement des institutions de prévoyance suisses étant périodiquement soumis à l'autorité de surveillance, il est conseillé de limiter l'article sur la durabilité à la conception de la durabilité et aux objectifs de durabilité, et de rester relativement générique. La concrétisation ainsi que les explications détaillées sur la mise en œuvre, les principes normatifs, l'approche à adopter pour les différentes catégories de placement ainsi que les référentiels de durabilité peuvent être décrites dans un document complémentaire. En fonction de l'approche choisie, des aspects supplémentaires, tels que des listes d'exclusion ou des facteurs ESG à prendre en compte dans les placements, peuvent être pertinents et également mentionnés dans le document complémentaire. Le Conseil de fondation peut ainsi éviter de fréquentes adaptations du règlement de placement, tout en adoptant une approche flexible et pragmatique de ce thème important.

Mise en œuvre des placements ESG par des spécialistes

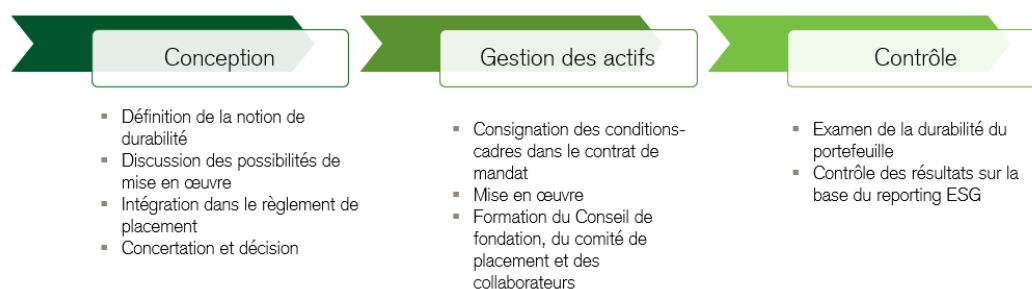
Dès que les principes (politique de placement, règlement de placement et contrat de mandat) sont définis, les gestionnaires de fortune peuvent les mettre en œuvre. Dans le cas de la gestion par des tiers, les conditions-cadres en matière de durabilité sont intégrées dans le contrat de mandat. Les compétences ESG ainsi que la signature de normes sectorielles pertinentes revêtent de plus en plus d'importance dans la sélection d'un gestionnaire de fortune. Pour des informations détaillées sur la mise en œuvre, nous vous invitons à consulter le chapitre «Les caisses de pension suisses investissent plus durablement» (à partir de la page 14).

Le contrôle des résultats permet d'ajuster la politique de placement durable

À la troisième étape du processus de placement stratégique, le respect du règlement de placement et le succès des placements, y compris en matière de durabilité, sont à vérifier périodiquement. La disponibilité de données et de notations ESG a considérablement augmenté ces dernières années. Ces données sont toutefois relativement récentes. L'absence de définition générale de la durabilité et de norme ESG est une difficulté supplémentaire. On trouve actuellement sur le marché une multitude d'agences de notation ESG qui évaluent la durabilité des entreprises. La procédure d'évaluation et les notations diffèrent considérablement et sont parfois même contradictoires. Une transparence accrue et des critères d'évaluation plus uniformes sur lesquels les Conseils de fondation pourraient fonder leurs décisions en matière de durabilité seraient très

Tâches du Conseil de fondation tout au long du processus de placement

Intégration de la durabilité dans le processus de placement d'une caisse de pension



Source: Credit Suisse

⁸ Indice Credit Suisse des caisses de pension suisses au 30.09.2021

⁹ Haute école des sciences appliquées de Zurich (ZHAW), Schweizer Vorsorgeeinrichtungen unter der Nachhaltigkeitslupe, 2021

utiles. Le reporting des indicateurs ESG permet aux gestionnaires de fortune de contrôler la politique de placement durable et sert d'outil de gestion central pour le Conseil de fondation. Si les placements ne correspondent pas aux objectifs et principes définis au niveau stratégique, des ajustements peuvent être effectués. Le graphique ci-dessus résume les étapes du processus de placement structuré et les tâches correspondantes.

**Facteurs de succès
dans la définition de
la politique de
placement durable**

La sensibilisation à la durabilité a fortement augmenté au sein du deuxième pilier. De plus en plus d'institutions de prévoyance s'efforcent d'intégrer des aspects de durabilité dans leurs décisions de placement en plus des critères traditionnels. Cela suppose toutefois qu'elles aient une politique de placement durable individuelle avec des objectifs clairs. Au niveau stratégique, le Conseil de fondation se penche activement sur la question, formule la conception de durabilité de la caisse de pension et la consigne dans le règlement de placement. La politique de placement durable s'étend ensuite à toutes les étapes du processus de placement stratégique. Le Credit Suisse recommande de l'élaborer étape par étape. Des normes existantes comme la convention-cadre des Nations Unies fournissent des orientations utiles. L'approche de durabilité doit être flexible, afin que les nouvelles méthodes et développements puissent être pris en compte.



Les caisses de pension suisses investissent plus durablement

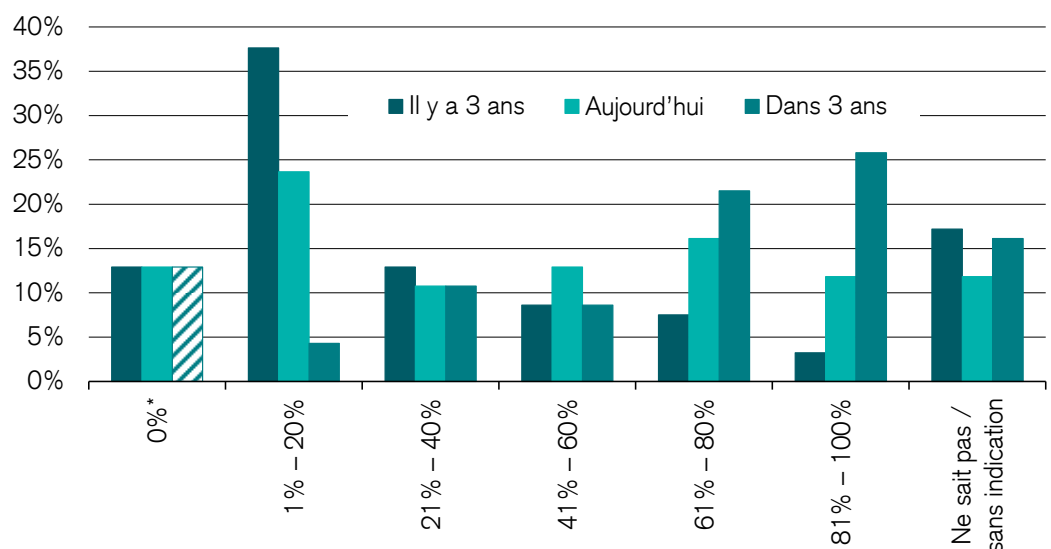
À l'heure actuelle, selon l'enquête auprès des caisses de pension, une part substantielle et croissante des actifs investis en Suisse, en Europe et en Amérique du Nord par les institutions de prévoyance peut être qualifiée de durable. Différentes approches sont adoptées, et les efforts portent sur toutes les grandes catégories de placement. Dans le cas des placements dans les pays émergents, l'enquête auprès des caisses de pension révèle que la prise en compte de considérations ESG permet de réduire les risques, mais également d'exploiter un potentiel de rendement supplémentaire.

L'enquête auprès des caisses de pension montre que la part des placements durables est plus élevée aujourd'hui qu'il y a trois ans

Environ un tiers des actifs gérés par les investisseurs institutionnels suisses sont investis en tenant compte des aspects de durabilité.¹⁰ La part de placements durables dans les portefeuilles des caisses de pension a augmenté ces dernières années et notre enquête auprès des caisses de pension confirme cette dynamique. Elle montre que dans la plupart des caisses de pension, la part d'actifs gérés selon les critères ESG (environnementaux, sociaux et de gouvernance) est globalement plus élevée aujourd'hui qu'il y a trois ans (cf. graphique). Ainsi, seulement 11% des participants déclarent avoir effectué plus de 60% de leurs placements selon les critères ESG il y a trois ans (61% – 80% et 81% – 100%). Aujourd'hui, en revanche, 28% des caisses de pension interrogées dépassent d'ores et déjà la limite de 60%, et près de la moitié des participants à l'enquête s'attendent à ce que ce soit le cas dans trois ans. Actuellement, près d'un quart des participants à l'enquête, soit le pourcentage le plus important, déclarent respecter les critères ESG dans 1 à 20% de leurs placements. 13% n'effectuent pas de placements durables et 11% ne donnent aucune information à ce sujet. Plus de la moitié des institutions de prévoyance se répartissent de manière relativement homogène sur les autres quantiles.¹¹

Augmentation de la part des actifs gérés selon des critères ESG au fil du temps

Part des actifs gérés selon des critères ESG (y c. l'immobilier)



* Pour les caisses de pension dont la stratégie de placement ne prévoyait pas de placements durables au moment de l'enquête et dont l'introduction n'était pas à l'ordre du jour, nous avons supposé que la part des actifs gérés selon des critères ESG serait encore de 0% dans trois ans.

Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

¹⁰ Swiss Sustainable Finance Market Study 2021

¹¹ Lors de l'interprétation des résultats, il faut garder à l'esprit que les analyses montrent des résultats très divergents selon la période, la définition de la durabilité et le type d'étude. En l'absence de définition généralement acceptée de la notion de durabilité, les analyses fondées sur des enquêtes reflètent également l'auto-évaluation (subjective) des participants.

Conviction et risque de réputation, les principales motivations de l'investissement durable

La conviction, citée par 80% des caisses de pension interrogées, ressort comme la principale motivation de l'intégration des aspects de durabilité (cf. graphique). La deuxième motivation la plus citée est le risque de réputation (41%), suivi en troisième position par la réglementation. Cet aspect comprend la réglementation actuelle, mais également les évolutions réglementaires à venir. Ces dernières sont susceptibles de limiter l'activité des entreprises dans certains secteurs (non durables) et de peser sur la marche des affaires, donc sur les rendements. La renommée de l'institution de prévoyance ainsi que la pression exercée par les clients et les bénéficiaires, mais aussi par le public, sont d'autres raisons qui poussent environ un quart des participants à intégrer des considérations ESG dans leur activité de placement. En 2015, cette pression a incité certains grands investisseurs institutionnels à fonder l'Association suisse pour des investissements responsables (ASIR – SVVK), dans le but d'aider ses membres à prendre leurs responsabilités en matière de durabilité. Le potentiel de rendement est cité par près d'une caisse de pension sur quatre comme raison d'intégrer des critères ESG dans leurs placements. La relation entre la durabilité et les rendements est analysée au chapitre sur le potentiel de rendement des placements durables à partir de la page 33.

Diversité des approches suivies

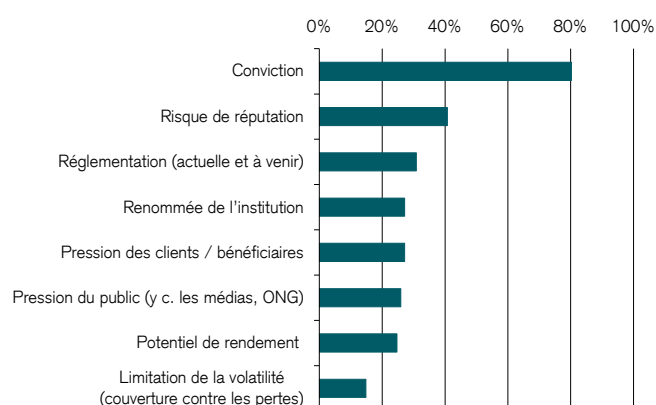
Au vu de la demande de placements durables, de nombreuses possibilités se sont imposées dans la pratique, sachant que la plupart des investisseurs suivent plusieurs approches en parallèle.¹² Différentes approches peuvent convenir, en fonction de la catégorie de placement à mettre en œuvre de manière durable. Dans l'ensemble, selon l'enquête auprès des caisses de pension, l'exclusion, également appelée screening négatif, est l'approche la plus populaire. Elle est adoptée par les trois quarts des participants. Elle consiste à exclure des entreprises ou des secteurs de l'univers de placement, sur la base de différents critères ou normes. 60% des participants à l'enquête suivent les recommandations de l'ASIR en matière d'investissement durable. La liste d'exclusion publiée par l'ASIR est devenue une référence majeure pour de nombreux investisseurs institutionnels suisses ces dernières années, et sa prise en compte est en train de s'imposer comme une exigence minimale. De nombreux produits de placement excluent généralement les entreprises figurant sur cette liste.

Exclusion d'entreprises sur la base de la liste de l'ASIR et d'autres critères d'exclusion

Les participants à l'enquête auprès des caisses de pension appliquent toutefois d'autres critères d'exclusion, dont certains coïncident avec la liste de l'ASIR. Par exemple, les armes sont exclues de l'univers de placement par 96% des personnes interrogées et occupent ainsi le premier rang. Les deux tiers excluent des entreprises à cause de leurs pratiques commerciales (Business Conduct) au regard, par exemple, du droit du travail et des droits de l'homme ainsi que du travail des enfants. La pornographie et la corruption sont d'autres critères d'exclusion pour la majorité des participants. Près de la moitié des caisses de pension interrogées (49%) excluent certaines entreprises en raison de leur empreinte carbone excessive et des dommages qu'elles causent à l'environnement. Plusieurs des grandes motivations qui poussent à investir de manière durable sont susceptibles de jouer un rôle: la durabilité par conviction, mais également la gestion des risques et

ESG par conviction, et pour réduire les risques de réputation

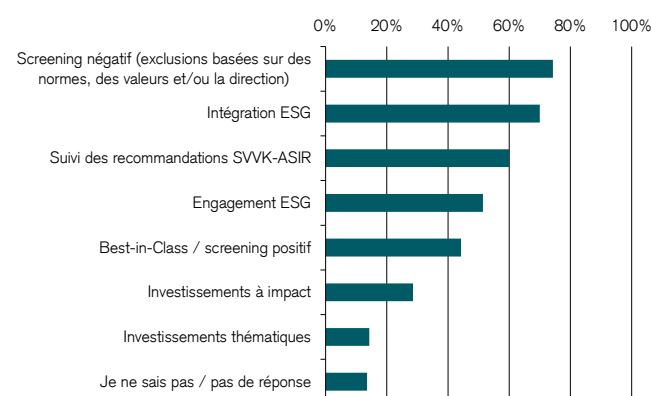
Motivations principales pour investir durablement (max. trois réponses possibles)



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Exclusions et intégration ESG: les stratégies les plus répandues

Approches adoptées pour la mise en œuvre de la stratégie de développement durable (plusieurs réponses possibles)



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

¹² Swiss Sustainable Finance Market Study 2021

les considérations liées au rendement. Les investisseurs institutionnels se désengagent ainsi de plus en plus de secteurs dans lesquels ils ne voient pas de potentiel de gain à long terme et où le risque (de réputation) est élevé (par exemple le charbon). Les risques climatiques et environnementaux ainsi que d'autres aspects ESG doivent impérativement être intégrés dans les décisions de placement, en particulier lorsqu'ils peuvent peser sur la performance (devoir de diligence fiduciaire).

70% ajoutent des critères ESG aux critères traditionnels dans l'analyse financière

Avec un taux d'approbation de 70%, l'intégration de critères ESG est la deuxième approche de durabilité la plus répandue. Dans ce contexte, les critères ESG sont explicitement pris en compte dans l'analyse financière en plus des critères de décision traditionnels. L'engagement ESG qui est mis en pratique par environ la moitié des participants est une démarche active visant à inciter la direction des entreprises à adopter un mode de gestion plus durable. Cette option semble particulièrement indiquée lorsque les investisseurs investissent durablement par conviction, mais elle nécessite également des ressources et un savoir-faire appropriés. L'engagement est souvent combiné à d'autres approches.¹³ Le screening et une approche «best-in-class» sont adoptés par 44% des participants. Des entreprises au rating ESG particulièrement bon sont sélectionnées au sein d'un univers de placement. Enfin, les investissements à impact et les placements thématiques sont utilisés par respectivement 29% et 14% des participants.

Prise en compte de la durabilité en premier lieu dans les placements en Suisse, en Europe et en Amérique du Nord

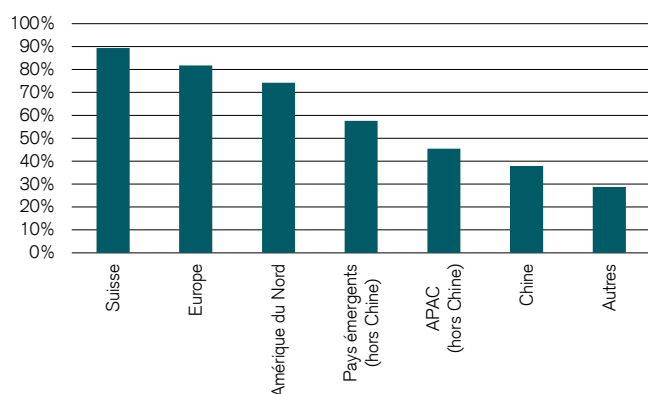
Une analyse de la répartition géographique des investissements durables des caisses de pension suisses révèle que la part des placements durables est la plus élevée en Suisse, en Europe et en Amérique du Nord. De manière générale, il ressort de l'enquête que plus la part des caisses de pension qui investissent dans une région est faible, moins les critères ESG sont pris en compte. Selon l'enquête, 89% des caisses de pension suisses investissent généralement dans les pays émergents (hors Chine), 76% dans la région Asie-Pacifique (APAC, hors Chine) et 68% en Chine. La part des institutions de prévoyance qui investissent en respectant les critères ESG est d'environ 58% dans les pays émergents, 46% dans la région APAC (hors Chine) et 38% en Chine (cf. graphique).

Les actions en tête des placements durables dans les pays industrialisés ainsi que dans les pays émergents (y c. la Chine)

Les critères ESG ont d'abord été pris en compte dans les placements en actions. Des approches telles que l'exercice des droits de vote ou l'engagement sont particulièrement adaptées à cette catégorie de placements, car en sa qualité de copropriétaire, l'actionnaire a un droit de codécision. En Suisse, l'exercice actif des droits de vote des actionnaires sur certaines questions est explicitement imposé depuis 2014. Avec la prise de conscience croissante en matière de durabilité dans la société, la tendance à l'investissement durable s'est étendue à d'autres grandes catégories de placement, notamment les obligations d'entreprise et les emprunts d'État, mais également l'immobilier et le private equity.

Moins de placements respectant les critères ESG dans les pays émergents

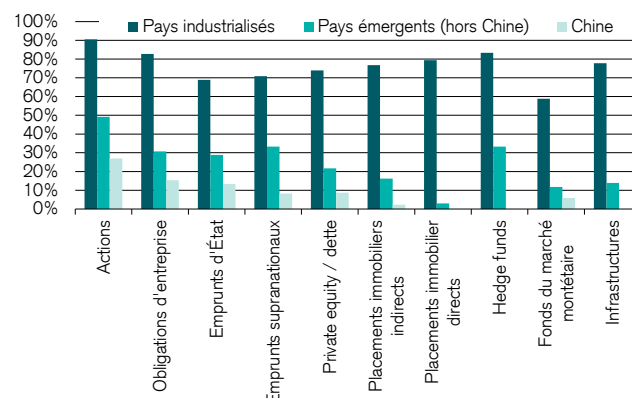
Part des caisses de pension interrogées qui respectent les critères ESG dans le processus de placement, par région



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Les actions dans les pays industrialisés respectent le plus souvent les critères ESG

Part des caisses de pension interrogées ayant mis en œuvre au moins 25% de certaines classes d'actifs / catégories de placement dans le respect des critères ESG



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

¹³ Swiss Sustainable Finance Market Study 2021

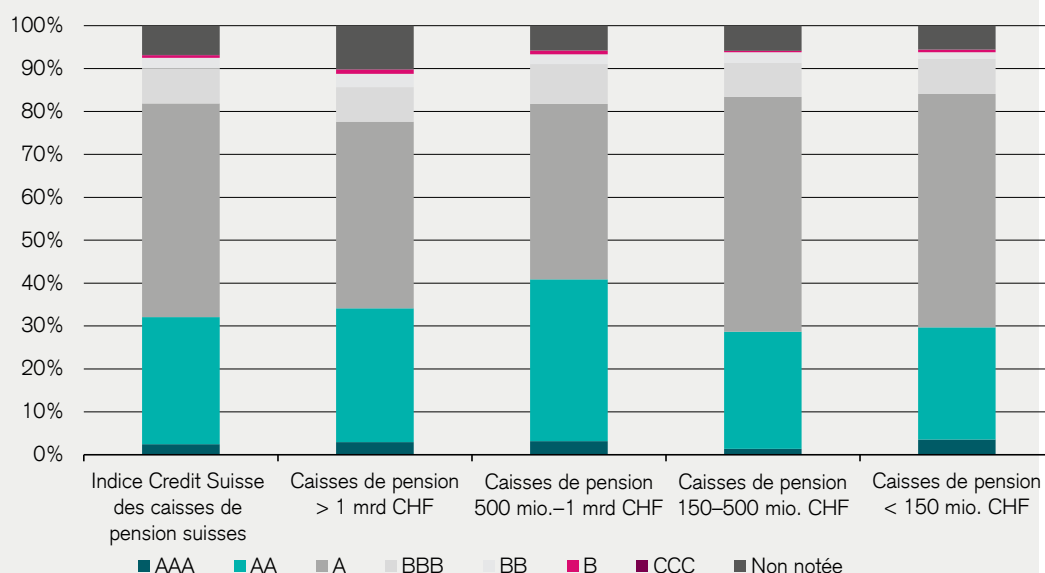
Placements durables en actions et en obligations des caisses de pension suisses

L'enquête auprès des caisses de pension montre les efforts prometteurs déployés par les investisseurs institutionnels pour contribuer à une économie plus durable. Ils transparaissent également dans l'indice Credit Suisse des caisses de pension suisses (credit-suisse.com/global-custody). Dans l'édition actuelle de la publication, l'allocation d'actifs par rating MSCI ESG est étudiée pour la première fois, les analyses se concentrant exclusivement sur les actions et les obligations. Les données proviennent de caisses de pension suisses autonomes ayant choisi le Credit Suisse comme Global Custodian. En tant que leader des solutions de Global Custody, le Credit Suisse est en mesure de faire des analyses largement étayées et donc représentatives des caisses de pension suisses.

Le graphique ci-dessous montre qu'environ 60% des placements de l'indice global des caisses de pension affichent un rating MSCI ESG de A, BBB et BB, ce qui correspond à un rating moyen (Average). La catégorie des Leaders (AAA et AA) est fortement représentée avec environ 32%. Les «Laggards» (retardataires) notés B ou CCC ne représentent qu'une très faible part. Le rapport présente également une analyse de l'intensité en CO₂ de l'allocation d'actifs des caisses de pension selon le rating de l'indice MSCI AC World. Là aussi, la majeure partie (48%) des placements figure dans la catégorie «modérée». Pas moins de 34% des placements entrent dans les catégories d'intensité en CO₂ «très faible» et «faible», tandis qu'environ 7% correspondent aux catégories «élevée» ou «très élevée».

Environ la moitié des placements correspondent à un rating MSCI ESG de A

Allocation d'actifs par rating MSCI ESG (en %), analyse basée exclusivement sur les classes d'actifs actions et obligations



Source: MSCI, Indice Credit Suisse des caisses de pension suisses (troisième trimestre 2021)

Selon l'enquête auprès des caisses de pension, la majorité des participants mettent en œuvre de manière durable au moins un quart de toutes les catégories de placement dans les pays industrialisés (cf. graphique). Dans toutes les catégories de placement, cette part est plus élevée dans les pays industrialisés que dans les pays émergents (hors Chine) et en Chine. Dans les pays industrialisés, 90% des participants déclarent avoir investi au moins 25% de leurs actions de manière durable. Arrivent en deuxième position les obligations d'entreprise et les hedge funds: un peu plus de 80% des participants déclarent mettre en œuvre de manière durable au moins un quart des placements. Les fonds du marché monétaire et les emprunts d'État se classent en bas de l'échelle, même si là aussi, une part importante des caisses de pension interrogées réalise au moins un quart de leurs investissements de manière durable.

Dans les pays émergents également, les placements durables concernent principalement les actions. Environ la moitié des participants indiquent qu'au moins un quart de leurs placements en action dans cette région respectent les critères ESG. Viennent ensuite les hedge funds. Dans les

différentes sous-catégories d'obligations, environ un tiers des participants déclarent qu'au moins 25% de leurs placements respectent les critères ESG (obligations d'entreprise, emprunts d'État et emprunts supranationaux). La part la plus faible revient aux placements immobiliers directs. En ce qui concerne la Chine, la part des placements durables est encore un peu plus faible dans toutes les catégories de placement, les actions figurant là aussi en tête du classement. Suivent à une certaine distance les emprunts d'État et les obligations d'entreprise. Pour plusieurs catégories de placement, aucun placement durable n'est effectué en Chine, ou leur part est inférieure à 25%.

L'ESG dans les pays émergents: réduction des risques et potentiel de rendement en ligne de mire

Les efforts en matière de durabilité se reflètent en premier lieu dans l'allocation des pays industrialisés, mais également des pays émergents. Selon l'enquête, les placements ESG dans les pays émergents sont particulièrement concernés par les considérations de risque et de rendement. Plus de 60% des participants à l'enquête estiment que le fait d'intégrer la durabilité aux placements dans les pays émergents permet de réduire les risques (cf. graphique). D'autres caisses de pension déclarent que cela leur permet d'exploiter des potentiels de rendements supplémentaires. L'allocation ESG nettement plus faible dans les pays émergents s'explique principalement par la publication encore limitée de données ESG dans ces pays et donc par leur disponibilité limitée ainsi que par leur qualité. 10% des participants considèrent que les ratings ESG des placements dans les pays émergents sont opaques, 49% les considèrent comme plutôt opaques. Les participants à l'enquête sont en désaccord sur la mesure dans laquelle il est possible d'investir dans les pays émergents en respectant les critères ESG.

Le manque de transparence, un obstacle majeur pour les placements ESG

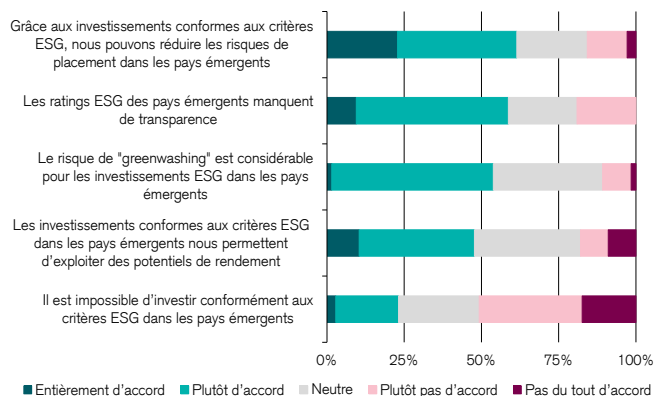
Interrogées sur les obstacles auxquels les caisses de pension sont généralement confrontées dans le cadre des placements durables, environ 80% des personnes interrogées indiquent le manque de transparence et la comparabilité limitée des données ESG (cf. graphique). Cela correspond aux déclarations d'environ la moitié de l'échantillon qui pense qu'il est difficile de distinguer le «greenwashing» des placements effectivement durables. Une certaine subjectivité dans les critères ESG et la multitude d'agences de notation qui évaluent la durabilité des entreprises selon différents critères conduisent à des appréciations différentes et parfois contradictoires. 40% des participants à l'enquête sont sceptiques quant à la performance des placements ESG. La garantie de rendements adéquats reste la mission centrale d'une institution de prévoyance dont la responsabilité incombe à l'organe suprême.

L'investissement durable demande des ressources et du savoir-faire

Enfin, adopter une stratégie de placement durable exige également d'investir dans des ressources en personnel et dans le développement d'un savoir-faire, ce que les grandes caisses de pension sont mieux à même de faire. Dans l'enquête, une petite caisse de pension sur deux (total du bilan < 500 millions CHF) cite le manque de ressources comme un obstacle à l'investissement durable. Chez les grandes caisses de pension (total du bilan ≥ 5 milliards CHF), ce chiffre tombe à 17%. Enfin, 19% des participants se plaignent des coûts liés aux placements durables.

Des placements ESG dans les pays émergents pour réduire les risques

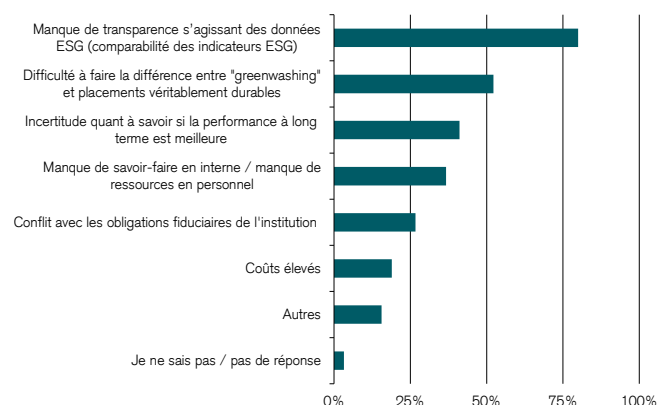
Taux d'approbation (en %) concernant les affirmations relatives aux placements conformes aux critères ESG dans les pays émergents



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Obstacles à l'intégration de la durabilité dans les placements

Part des caisses de pension interrogées confrontées à certains obstacles en matière de placements durables (plusieurs réponses possibles)



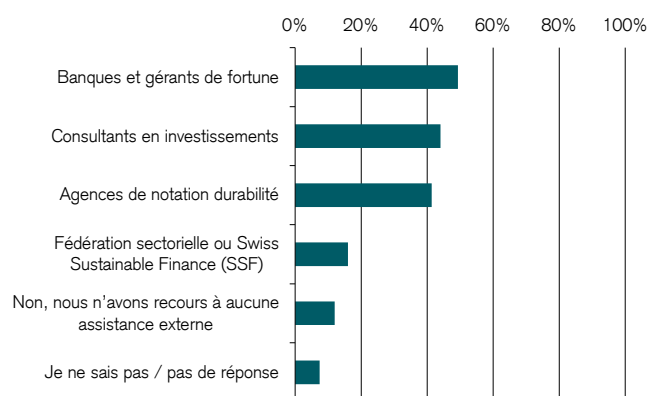
Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Conseillers et prestataires de services externes

Dans un contexte de ressources limitées et de manque de savoir-faire, une grande partie des caisses de pension ont recours à des ressources externes pour les placements durables. Près de la moitié des participants à l'enquête (49%) font appel aux banques et aux gestionnaires de fortune (cf. graphique). Les consultants en investissements et les agences de développement durable arrivent en deuxième et troisième positions avec respectivement 44% et 41%. À cela s'ajoutent les publications ou autres aides de l'association professionnelle, ou l'utilisation des ressources de Swiss Sustainable Finance. 7% des caisses de pension interrogées ne font pas appel à des conseils externes ou ne donnent aucune indication à ce sujet. Pour les activités d'engagement, 56% d'entre elles ont recours aux services de prestataires externes. Ce chiffre passe à 61% quand il s'agit de l'exercice des droits de vote.

Rôle important des conseillers externes dans la mise en œuvre des placements durables

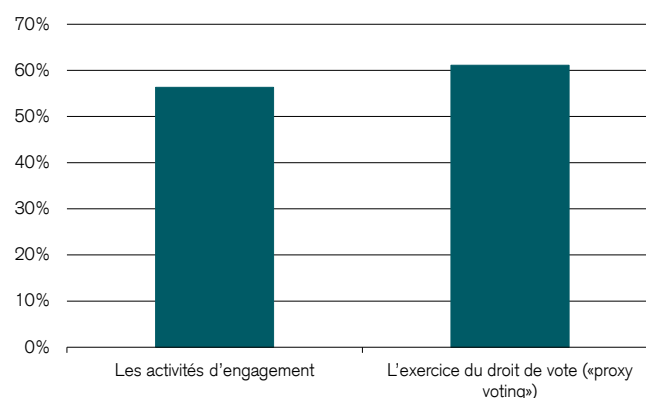
Part des caisses de pension interrogées qui sollicitent l'aide de certains conseillers externes pour des placements durables (plusieurs réponses possibles)



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Accompagnement externe pour les activités d'engagement et l'exercice des droits de vote

Part des caisses de pension interrogées qui font appel à des prestataires de service externes pour les activités d'engagement et l'exercice des droits de vote



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Pour la quatrième fois après les enquêtes de 2011, 2014 et 2016, nous avons interrogé les caisses de pension suisses sur les principaux thèmes de la prévoyance professionnelle. L'enquête a été réalisée entre début septembre et début octobre 2021. Le questionnaire numérique a été envoyé aux présidents de conseils de fondation, aux directeurs ou à d'autres interlocuteurs importants des caisses de pension. 93 questionnaires remplis ont été remis à l'institut externe d'étude de marché LINK, qui a été chargé de conduire l'enquête anonyme. Le nombre de réponses varie en fonction de la question et du filtre utilisé. 62 institutions de prévoyance ont indiqué leur somme au bilan pour l'année 2020, selon la répartition suivante:

0 – 500 millions CHF	34 institutions de prévoyance
500 – 5000 millions CHF:	22 institutions de prévoyance
> 5000 millions CHF:	6 institutions de prévoyance

En moyenne, les caisses de pension participantes (qui ont fourni des informations à ce sujet) comptent environ 9100 assurés actifs et 3400 bénéficiaires de rentes de vieillesse et présentent une somme au bilan de 3,1 milliards CHF. En termes de nombre d'assurés, les caisses de pension ayant participé à l'enquête sont environ trois fois plus grandes que la moyenne de toutes les caisses de pension selon la statistique des caisses de pension de l'Office fédéral de la statistique. Les grandes caisses de pension sont ainsi surreprésentées par rapport aux petites dans notre sondage.

**Potentiel
d'amélioration de
l'offre et de la
transparence des
solutions de
placement ESG**

Les efforts déployés pour investir de manière plus durable se traduisent par une augmentation des volumes investis à travers différentes approches d'investissement dans les pays industrialisés, mais également dans les pays émergents, et ce dans toutes les grandes catégories de placement. 60% des participants à l'enquête pensent que l'offre existante en matière de produits durables répond à leurs besoins. 40% estiment qu'il existe encore un potentiel d'élargissement ou d'amélioration. Ainsi, des critères clairs et des données mesurables permettraient de concevoir des rapports pertinents et créeraient plus de transparence. L'absence de définition uniforme de la durabilité et de normes sectorielles claires est également perçue comme un facteur aggravant par les participants. Bien que la diversité des produits financiers durables ait très considérablement augmenté, plusieurs participants voient encore un potentiel supplémentaire dans ce domaine, notamment dans le domaine de l'immobilier et des placements alternatifs.

Placements immobiliers durables: responsabilité des caisses de pension

L'immobilier est responsable d'une grande partie de la consommation des ressources et des émissions de CO₂. Les caisses de pension étant des acteurs importants du marché immobilier, elles peuvent contribuer directement à une plus grande durabilité par leurs décisions d'achat, de développement et de gestion des immeubles.

L'immobilier au cœur du débat sur la durabilité

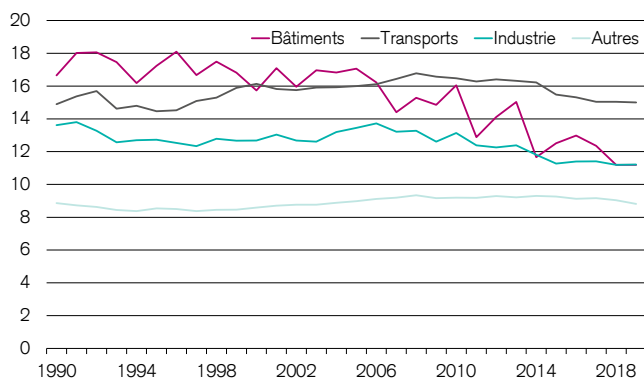
Les placements immobiliers sont particulièrement concernés par le débat sur la durabilité. Ce n'est pas surprenant, car l'immobilier est responsable d'une grande partie des émissions de CO₂ et de la consommation mondiale d'énergie et de ressources. Selon l'inventaire des émissions de gaz à effet de serre de l'Office fédéral de l'environnement (OFEV), les bâtiments sont à l'origine d'un peu plus du quart des émissions totales de CO₂ en Suisse, même si la tendance est clairement à la baisse ces quinze dernières années (cf. graphique). Au début des années 1990, cette part était encore de 30%. En conséquence, l'immobilier est également l'une des classes d'actifs les plus importantes dans le domaine de la durabilité. En 2020, les placements immobiliers représentaient 14% de l'ensemble des placements durables en Suisse, soit la troisième catégorie de placement après les actions (32%) et les obligations d'entreprise (24%), selon les données de Swiss Sustainable Finance.

Les caisses de pension, acteur important du secteur immobilier, ont une responsabilité

Les investisseurs institutionnels sont très engagés dans le segment de l'immobilier, et c'est également le cas des caisses de pension suisses. Au troisième trimestre 2021, la part de l'immobilier dans l'allocation d'actifs des institutions de prévoyance suisses était d'environ 24% selon l'indice Credit Suisse des caisses de pension suisses, soit la troisième position après les actions et les obligations (cf. graphique), avec un accent particulier sur les placements immobiliers directs en Suisse. D'après les estimations, entre 10% et 20% (selon l'utilisation) de l'ensemble des immeubles loués en Suisse appartiennent à des investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension, les sociétés d'assurance ou les fondations de placement¹⁴. Les caisses de pension

Les bâtiments sont responsables de 25% des émissions de CO₂

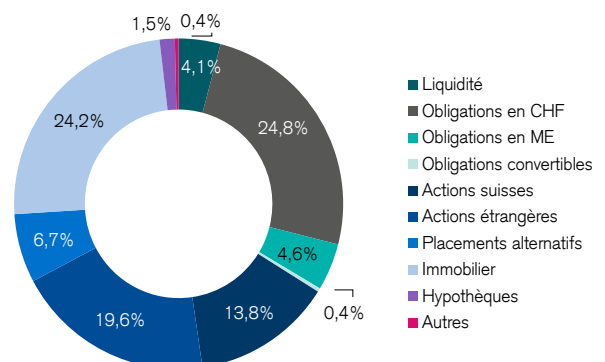
Émissions en millions de tonnes d'équivalent CO₂, Suisse



Source: Office fédéral de l'environnement (OFEV)

L'immobilier constitue une classe d'actifs importante pour les caisses de pension

Allocation d'actifs selon l'indice Credit Suisse des caisses de pension suisses, 3^e trimestre 2021, valeurs à la fin du trimestre



ME: monnaie étrangère

Source: Indice Credit Suisse des caisses de pension

¹⁴ Wüest Partner, Bridging the gap: Measuring climate goal alignment and climate actions of Swiss financial institutions, 2° Investing Initiative, sur mandat de l'OFEV, 2020

peuvent donc apporter une contribution importante à la durabilité par leurs décisions d'achat, de développement et de gestion des immeubles.

Peu d'investissements en dehors des pays industrialisés

Notre enquête confirme l'image d'un fort engagement des institutions de prévoyance suisses dans le secteur de l'immobilier. Près de 93% des caisses de pension interrogées investissent dans des placements immobiliers indirects et 72% dans des placements immobiliers directs dans les pays industrialisés. Près de 77% (respectivement 79%) des personnes interrogées ont de plus indiqué qu'au moins 25% de leurs placements immobiliers indirects (respectivement directs) dans ces pays respectent les critères ESG (cf. graphique à la page 16). Cependant, la part d'institutions de prévoyance qui investissent dans le secteur de l'immobilier diminue considérablement lorsque le marché cible se trouve en dehors du groupe des pays industrialisés. Seulement 23% environ des caisses de pension interrogées déclarent investir dans des placements immobiliers indirects dans les pays émergents (hors Chine), 12% avaient la Chine comme marché cible. Environ 16% respectivement 2% respectent les critères ESG lors de leurs placements immobiliers indirects sur ces marchés. Dans le cas des placements immobiliers indirects, ce pourcentage passe en dessous de 3%, ce qui n'est pas surprenant, car les placements immobiliers directs sont très complexes et exigent une bonne connaissance des conditions du marché local.

Les placements immobiliers durables peuvent être rentables pour les investisseurs

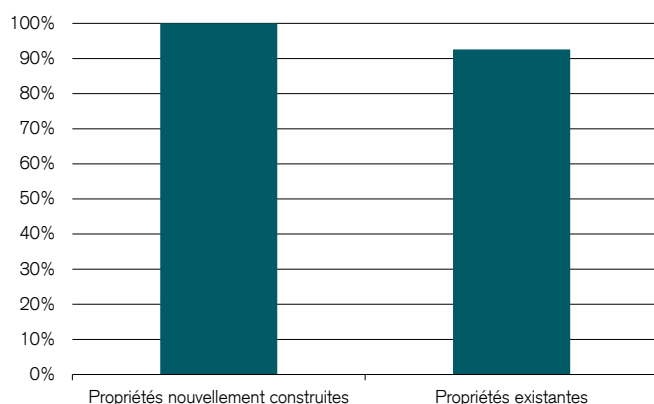
Du point de vue des caisses de pension, en quête de rendement, l'immobilier durable peut apporter une valeur ajoutée décisive, car il est généralement admis que sa valeur restera plus stable à long terme que l'immobilier conventionnel. Diverses études montrent que l'immobilier durable peut générer des produits locatifs et des produits de la vente plus élevés sur le marché¹⁵. Par ailleurs, d'autres avantages sont associés à l'immobilier durable, tels qu'une meilleure accessibilité, une meilleure utilisation, plus de confort et de sécurité, une meilleure santé et de faibles coûts de consommation grâce à une utilisation plus efficace de l'énergie et des ressources.

Des exigences réglementaires croissantes

Les exigences réglementaires croissantes constituent un autre moteur important des investissements dans l'immobilier durable. À l'échelle mondiale, les objectifs de développement durable des Nations Unies définissent un cadre global qui influence le secteur de l'immobilier à bien des égards. Citons à titre d'exemple les objectifs de durabilité en relation avec le changement climatique, ou encore une meilleure utilisation de l'énergie et des ressources. À l'échelle nationale, les exigences et obligations d'information et de déclaration spécifiques à l'immobilier ne cessent d'augmenter. En Suisse, le Conseil fédéral s'en tient à sa stratégie climatique avec un objectif net zéro pour 2050, malgré le non du peuple à la loi sur le CO₂. Cela signifie que les émissions de CO₂ du parc immobilier suisse devront encore être réduites dans les années à venir, ce qui nécessite des investissements dans les immeubles existants et une orientation plus marquée vers les aspects liés à la durabilité dans les nouveaux projets de construction.

La durabilité est désormais la norme pour les constructions neuves

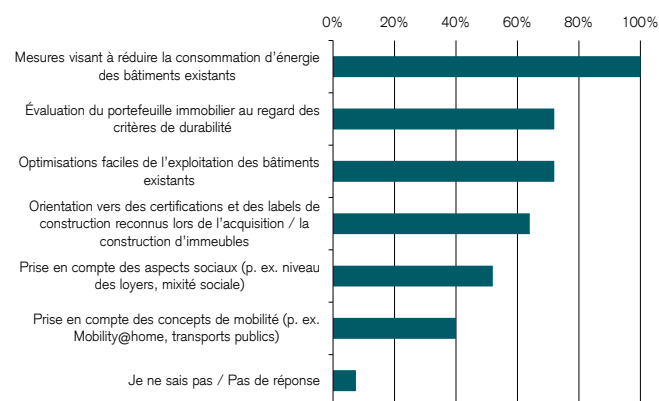
Pourcentage des réponses à la question «Dans quels investissements immobiliers directs les critères ESG sont-ils mis en œuvre?»



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

Accent mis sur la réduction de la consommation d'énergie des bâtiments existants

Pourcentage des réponses à la question «Quels aspects caractérisent la stratégie de développement durable dans les placements immobiliers directs?»



Source: Enquête du Credit Suisse auprès des caisses de pension 2021

¹⁵ Cf. p. ex. Clark, G., Feiner, A. and Viehs, M., From the stockholder to the stakeholder – How sustainability can drive financial outperformance, University of Oxford and Arabesque Partners, 2015; pour un aperçu des placements immobiliers durables, cf. Credit Suisse, Localisation, localisation et plan de sol, Marché immobilier suisse 2019; Credit Suisse, Home Sweet Home, Marché immobilier suisse 2021.

Les mesures visant à réduire la consommation d'énergie des bâtiments existants sont très répandues

Pour les participants à notre enquête, la prise en compte des aspects liés à la durabilité dans les nouveaux bâtiments est devenue la norme: toutes les caisses de pension interrogées ont déclaré appliquer les critères ESG lors de la conception ou de l'acquisition de nouveaux immeubles (cf. graphique). Pour les immeubles existants, environ 93% des caisses de pension interrogées tiennent compte des critères de durabilité. Les efforts portent avant tout sur les mesures visant à réduire la consommation d'énergie des bâtiments existants (p. ex. rénovation de l'enveloppe du bâtiment, réparation des systèmes de chauffage, installations de systèmes photovoltaïques, élimination des composants toxiques) que toutes les caisses de pension interrogées prennent en compte dans leur stratégie (cf. graphique). Des optimisations faciles de l'exploitation des bâtiments existants (p. ex. installation de compteurs, amélioration de la commande du chauffage) sont appliquées par 72% des répondants. Ces optimisations permettent souvent de réaliser des économies non négligeables. Dans le centre commercial de Sihlcity à Zurich par exemple, l'optimisation des courbes de chauffe, des limites de chauffe et des minuteries ainsi que l'utilisation de pompes à chaleur ont permis d'économiser 1,68 million kWh par an et de réduire les coûts annuels de chauffage de 15%. Entre 2010 et 2018, la consommation d'énergie du centre commercial a été réduite de 22% et les émissions de CO₂ de 30%¹⁶.

La majorité des caisses de pension interrogées font évaluer leur portefeuille immobilier

D'autres aspects de la stratégie de développement durable des caisses de pension interrogées concernant les placements immobiliers directs sont l'évaluation du portefeuille immobilier au regard des critères de durabilité (72% des répondants) et l'orientation vers des certifications et des labels de construction reconnus lors de l'acquisition ou la construction d'immeubles (64% des répondants). Pour 52% des caisses de pension interrogées, les aspects sociaux (qui font également partie de l'approche ESG) sont pertinents pour les placements immobiliers directs. Ces aspects comprennent par exemple des loyers raisonnables en cas de nouveau bail de location ou après une rénovation ou la recherche d'une mixité sociale. En revanche, les concepts de mobilité sont mis en œuvre un peu moins souvent. Environ 40% des caisses de pension interrogées ont indiqué qu'elles intègrent des aspects liés à la mobilité dans les ensembles résidentiels (desserte par les transports publics ou solutions de covoiturage par exemple). Ces aspects peuvent en effet contribuer à réduire les coûts de construction en diminuant le nombre de places de stationnement ou grâce à une conception plus flexible des espaces ouverts et des espaces verts.

Mesurabilité, transparence et comparabilité sont les principaux défis

La plus grande difficulté pour réussir la mise en œuvre des stratégies de développement durable dans le secteur de l'immobilier reste la question de la mesurabilité, de la transparence et de la comparabilité des indicateurs de durabilité. On ne peut pas contrôler ce qui ne peut être mesuré et on ne peut pas optimiser ce qui ne peut être comparé. Pour les investisseurs, un aperçu détaillé des performances des placements immobiliers en matière de durabilité et leur comparabilité constituent donc un point de repère important lorsqu'il s'agit de sélectionner des titres ou des biens immobiliers durables. Les certifications de durabilité et les labels de construction ne sont pas suffisants, car leur diversité et leur orientation parfois propre à chaque pays rendent la comparaison difficile (cf. l'aperçu des certifications et normes les plus courantes à la page suivante). La tâche se révèle encore plus complexe pour les portefeuilles immobiliers internationaux avec des biens-fonds situés dans plusieurs pays et soumis à autant de normes différentes. Pour obtenir une attestation de performance uniforme sur l'ensemble de la chaîne de création de valeur immobilière et du cycle immobilier, des indices de référence ESG se sont entre-temps établis dans le secteur immobilier. Ils expliquent les performances en matière de durabilité aux investisseurs et aux gestionnaires de portefeuille en toute transparence au moyen d'évaluations structurées et comparables et mettent à disposition une notation comparative dans l'esprit d'un référentiel. Dans ce contexte, le Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) s'est imposé au niveau international comme l'initiative d'analyse comparative la plus importante et la plus professionnelle. Plus de 1500 sociétés immobilières participent à l'enquête annuelle du GRESB.

Une information complète au bénéfice des investisseurs

Pour atteindre l'objectif de l'immobilier durable, il n'y a pas d'autre solution que de renforcer la transparence. Dans le cadre de cette évolution, le secteur de l'immobilier s'est professionnalisé. Aujourd'hui, on s'appuie de plus en plus sur des normes de durabilité uniformes, telles que la Global Reporting Initiative (GRI), pour rédiger des rapports. L'établissement systématique de rapports sur le développement durable présentant des données quantitatives est devenu un avantage comparatif. La concurrence qui en résulte en matière d'information profite en fin de compte aux investisseurs.

¹⁶ Credit Suisse, Nachhaltigkeit bei Immobilienanlagen – Fallstudien, Integration von Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) in Immobilienanlagelösungen, Asset Management, 2020

Aperçu d'une sélection de labels de qualité, de normes et de références en matière de durabilité

Label	Description	Éditeur
Minergie	Minergie est un label de construction suisse pour les bâtiments neufs ou rénovés. Une enveloppe du bâtiment de bonne qualité, un renouvellement systématique de l'air et une protection thermique élevée réduisent les besoins en énergie en intégrant les énergies renouvelables. La marque est soutenue par le monde économique, les cantons et la Confédération.	Association Minergie
SNBS Bâtiment	SNBS Bâtiment est un concept global pour la construction durable en Suisse. Il couvre le bâtiment lui-même et le site dans le contexte de son environnement, ce qui permet de prendre en compte de manière égale et globale les besoins de la société, de l'économie et de l'environnement dans la planification, la construction et l'exploitation. La norme a été élaborée à l'initiative des secteurs privé et public.	Réseau Construction durable Suisse NNBS
CECB	Le Certificat énergétique cantonal des bâtiments (CECB), identique pour toute la Suisse, évalue l'efficacité énergétique de l'enveloppe d'un bâtiment et la quantité d'énergie que ce bâtiment consomme dans le cadre d'un usage standard. Le CECB Plus ajoute à cette évaluation un rapport de conseil en vue d'une rénovation énergétique.	Association GEAK-CECB-CECE
GI Gutes Innenraumklima	Le label GI Gutes Innenraumklima (label pour un bon climat intérieur) définit des valeurs-cibles pour une certaine de substances nocives retrouvées généralement dans les espaces intérieurs et les systèmes d'aération. Il permet de disposer de données sur la qualité de l'air intérieur dans des bâtiments neufs ou rénovés ou dans des bâtiments existants.	Organisme de certification pour produits et personnel dans la construction (S-Cert AG)
DGNB	DGNB est un concept de durabilité allemand reposant sur un modèle à trois piliers: les aspects économiques, écologiques et sociaux. La technologie, le processus et l'emplacement jouent également un rôle dans la conception et la construction des bâtiments. La qualité est évaluée sur l'ensemble du cycle de construction.	Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen (DGNB)
LEED	LEED (Leadership in Energy and Environmental Design) est un système de classification pour la construction écologique mis au point par l'U.S. Green Building Council. Il s'agit d'une certification de durabilité utilisée dans le monde entier qui définit un ensemble de normes pour une construction respectueuse de l'environnement, économe en ressources et durable.	U.S. Green Building Council
BREEAM	BREEAM (Building Research Establishment Environmental Assessment Methodology) est un système d'évaluation des aspects écologiques et socio-culturels des bâtiments qui est originaire du Royaume-Uni, mais qui est désormais utilisé dans le monde entier.	Building Research Establishment (BRE)
GRI	Le GRI (Global Reporting Initiative) est un organisme qui fournit des lignes directrices pour la préparation de rapports de développement durable. Ces lignes directrices doivent permettre de mesurer les aspects économiques, environnementaux et sociaux des activités d'une entreprise ou d'une organisation afin de prendre des décisions et des orientations.	Global Reporting Initiative (GRI)
INREV	L'INREV (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) est une association d'utilité publique dont l'objectif est d'améliorer la transparence et le professionnalisme des véhicules de placement immobilier non cotés et de les rendre plus accessibles aux investisseurs. Elle favorise le partage des connaissances entre ses membres, plaide pour la définition et le développement de normes professionnelles et propose des services et des formations aux investisseurs.	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV)

EPRA	L'EPRA (European Public Real Estate Association) est une organisation d'utilité publique qui représente les intérêts des sociétés immobilières européennes cotées en bourse. En matière d'information financière, l'EPRA a pour objectif de développer des règles d'évaluation et d'information uniformes au sein du secteur immobilier européen. L'EPRA fait également de la recherche.	European Public Real Estate Association (EPRA)
UN PRI	Les UN PRI (Principes des Nations Unies pour l'investissement responsable) sont une initiative lancée par des investisseurs en partenariat avec l'initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'environnement (UNEP-FI) et le Pacte mondial des Nations Unies. Cette initiative a élaboré six principes pour l'investissement responsable. Leur objectif est de comprendre les conséquences des questions environnementales, sociales et de gouvernance sur les investissements et d'aider les signataires à les intégrer dans leurs décisions d'investissement.	Initiative lancée par des investisseurs en partenariat avec l'UNEP-FI et le Pacte mondial des Nations Unies
Greenproperty	Greenproperty est le premier label suisse de qualité intégral pour l'immobilier durable créé à l'initiative de Credit Suisse Asset Management. Cette norme globale couvre les aspects écologiques, économiques et sociaux et donc l'ensemble des critères ESG. Environ 50 indicateurs dans ces domaines président à l'évaluation d'un bien immobilier dans le cadre du label de qualité.	Credit Suisse Asset Management
GRESB	Le GRESB est une initiative d'analyse comparative visant à mesurer la performance en matière de durabilité du secteur de l'immobilier. La méthodologie comprend à la fois des questions qualitatives sur la stratégie de développement durable et des indicateurs quantitatifs sur la consommation et les émissions. Des groupes de référence sont évalués et comparés les uns aux autres en fonction de la taille du portefeuille, du genre d'affectation et de l'allocation géographique. Les sociétés immobilières et les gestionnaires de portefeuille participants ont la possibilité de comparer leur performance en matière de développement durable avec celles de leur groupe de référence ainsi que par rapport au classement mondial.	Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB)
REIDA	REIDA est une organisation d'utilité publique dont l'objectif est d'améliorer en permanence les données disponibles sur le marché et la connaissance du marché immobilier suisse. Une analyse comparative de l'énergie et du CO ₂ est en cours d'élaboration. Elle permettra à l'avenir de comparer la consommation d'énergie et les émissions des portefeuilles immobiliers avec l'univers REIDA. Les premiers résultats ont été présentés en août 2020.	Real Estate Investment Data Association (REIDA)
ESI®	L'Economic Sustainability Indicator (indicateur de durabilité économique) qui est devenu l'indicateur ESI® permet d'évaluer la durabilité du point de vue du risque. L'accent est mis sur le risque de perte de valeur d'un bien immobilier en raison de développements futurs ou sur les chances de plus-value.	Center for Corporate Responsibility and Sustainability (CCRS) de l'Université de Zurich

Source: rapports des différentes organisations



Un potentiel de rattrapage pour la Suisse

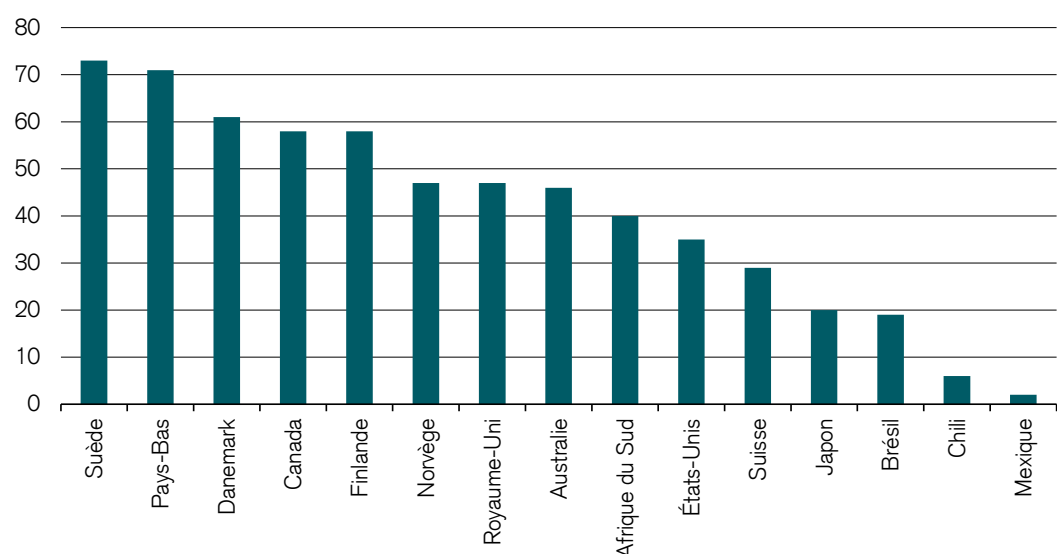
La part de placements durables effectués aujourd'hui par les caisses de pension dépend dans une large mesure des institutions et administrations nationales. Dans les pays qui historiquement imposent une interprétation plus stricte et plus traditionnelle du devoir de diligence fiduciaire aux caisses de pension, les critères ESG sont généralement moins pris en compte.

Dans certains pays, en particulier dans les pays nordiques, les caisses de pension peuvent se prévaloir d'une longue histoire d'investissement fondée sur des principes éthiques et parfois religieux. Cela s'explique par le fait que, historiquement, l'environnement réglementaire de ces pays est moins porté à limiter les caisses de pension à des indices de référence standard dans le cadre de leurs mandats. Dans d'autres pays, les caisses de pension sont plus étroitement associées aux pouvoirs publics, qui ont toujours exercé une surveillance plus stricte de leurs mandats de placement. Alors qu'en France, par exemple, les réglementations gouvernementales ont permis d'accélérer la mise en place d'investissements durables, dans d'autres pays les efforts en matière de durabilité des fonds de pension sont freinés, comme au Japon où la loi impose des mandats limités.

Bien que les aspects de durabilité aient été rapidement acceptés dans certaines parties du marché des placements, l'intégration de critères non financiers dans les portefeuilles reste difficile.¹⁷ Nous examinons ci-après un certain nombre de pays afin de voir dans quelle mesure la réglementation nationale favorise plutôt les placements ESG et si les caisses de pension tiennent compte des critères ESG dans leurs décisions de placement.

Les pays nordiques imposent des exigences plus élevées en matière de publication d'informations sur la mise en œuvre de critères ESG

Le GPTB (Global Pension Transparency Benchmark) évalue quinze pays en fonction des principaux éléments de création de valeur publiés pour les cinq plus grandes caisses de pension de chaque pays. Le sous-facteur «Investissement responsable» présenté ici se fonde sur une évaluation basée sur 54 questions



Source: Global Pension Transparency Benchmark (une collaboration entre Top1000Funds.com et CEM Benchmarking), Credit Suisse

¹⁷ Lachance and Stroeble, The Origins of ESG in Pensions: Strategies and Outcomes, 03/2021

Suisse

Dans un contexte international, le *Global Pension Transparency Benchmark* (GPTB) classe la Suisse onzième sur quinze pays étudiés en termes de placements responsables réalisés par les caisses de pension. La Suisse se situe ainsi dans la moyenne inférieure du classement, derrière les États-Unis et devant le Japon (cf. graphique).¹⁸

Deux facteurs ont influencé le classement actuel de la Suisse dans le milieu du tableau: premièrement, elle fait historiquement partie des pays qui ont une interprétation plutôt traditionnelle du devoir de diligence fiduciaire. L'accent est mis sur un rendement conforme au marché et les prescriptions légales en matière de durabilité se limitent à l'exercice actif des droits de vote des actionnaires sur certaines questions (cf. chapitre «Prise en compte stratégique du thème de la durabilité», à partir de la page 8). Deuxièmement, les bénéficiaires n'ont que des possibilités limitées de participer à la définition de leur stratégie de placement en matière de prévoyance vieillesse. Dans d'autres pays comme les États-Unis, l'investissement ESG a notamment été propulsé par les préférences des consommateurs. Certains changements interviendront prochainement en Suisse, au moins au niveau réglementaire: à partir de 2024, la loi imposera aux grandes entreprises suisses, y compris aux établissements financiers locaux, de publier un rapport climatique qui devra mettre en œuvre les recommandations du groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques (Task Force on Climate-related Financial Disclosures [TCFD]) mis en place par les pays du G20. Cette évolution correspond à peu près à l'approche de publication d'informations financières que la Commission européenne cible avec les caisses de pension dans de nombreux pays ayant déjà adopté les normes du TCFD.

Pays nordiques

Les pays nordiques ont une longue histoire et une bonne réputation en matière d'investissement socialement responsable (ISR). En Suède, les premiers fonds de placement éthiques ont été lancés dès la fin des années 1960 par des mouvements anabaptistes et des mouvements prônant l'abstinence. Les valeurs éthiques de ces organisations ont trouvé leur expression dans les mandats d'investissement des fonds concernés: les fabricants d'alcool ont été exclus, ainsi que les fabricants d'armement, d'armes de poing et de tabac.¹⁹ Dans les années 1980 et 1990, des caisses de pension telles que l'Église de Suède (Svenska Kyrkan) et Storebrand ont participé à la création d'une série de fonds ISR et ont joué un rôle important de précurseur dans la mise en place de ces investissements à plus grande échelle.²⁰ Le GPTB place la Suède au premier rang du classement de l'investissement responsable, suivie du Danemark au troisième rang, de la Finlande au cinquième rang et de la Norvège au sixième rang.

Au fil du temps, les préoccupations climatiques et environnementales ont pris une place de plus en plus importante dans les investissements des caisses de pension des pays nordiques et, en 2020, plus de 60% des caisses de pension danoises, finlandaises et suédoises étaient signataires des initiatives du TCFD et de Climate Action 100+. Pour des pionniers comme Alecta (120 milliards CHF d'actifs gérés), les «placements verts» représentaient plus des deux tiers de l'ensemble du portefeuille en 2019, soit la part la plus élevée selon une enquête publiée en 2020 par l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE).²¹ Une enquête plus complète menée auprès des caisses de pension des pays nordiques en 2020 a montré que plus de 90% des caisses de pension danoises, finlandaises et suédoises avaient signé les Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies (UN PRI), et que plus de 50% des caisses de pension avaient également signé le Pacte mondial des Nations Unies.²² La Norvège est la lanterne rouge des pays nordiques en matière d'ISR, mais plus de 60% des fonds de pension de ce pays s'étaient engagés à respecter les normes en matière de publication d'informations du TCFD d'ici à 2020.²³ Le grand fonds souverain norvégien SPU (Statens Pensjonsfond Utland) a formulé des exigences de durabilité et publie régulièrement une liste d'exclusion assortie d'observations, ce qui explique pourquoi la Norvège joue un rôle démesuré dans l'identification des entreprises à exclure au niveau mondial.²⁴ Cette liste d'exclusion est considérée comme une référence dans le secteur ESG et est suivie dans le monde entier par nombre d'autres de caisses de pension et fonds de placement axés sur la durabilité.

¹⁸ Le Global Pension Transparency Benchmark (GPTB) évalue la transparence et la qualité des annonces publiques des cinq plus grandes caisses de pension dans chacun des quinze pays considérés. Cf. Global Pension Transparency Benchmark | Factors – Top1000Funds.com.

¹⁹ Bengtsson (2008), A History of Scandinavian Socially Responsible Investing, Journal of Business Ethics, 2008

²⁰ ibid

²¹ OCDE (2020), Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds, 2020

²² Robeco (12/2020), Comparing ESG policies of pension funds in the Nordics and Netherlands, 12/2020

²³ ibid

²⁴ Norges Bank, Observation and exclusion of companies, 2021

Pays-Bas

Le GPTB place les Pays-Bas au deuxième rang mondial pour l'investissement éthique des caisses de pension. Aux Pays-Bas, la Nederlandsche Bank (DNB), c'est-à-dire la banque centrale, qui est également l'autorité de surveillance des caisses de pension, considère la durabilité et l'investissement responsable comme faisant partie de son mandat. Par conséquent, elle publie des directives de plus en plus détaillées sur la gestion des risques, notamment ceux qui concernent le changement climatique et la biodiversité.²⁵ Comme dans les pays nordiques, les caisses de pension néerlandaises peuvent se prévaloir d'une histoire relativement longue en ce qui concerne l'intégration des critères ESG. Dans une étude réalisée en 2020 par Robeco, toutes les caisses de pension néerlandaises interrogées ont déclaré être signataires des UN PRI, tandis que jusqu'à 40% d'entre elles excluaient toute participation dans des fabricants de tabac. De plus, 70% d'entre elles s'étaient engagées à respecter les exigences en matière de publication d'informations du TCFD et 60% faisaient partie du réseau Climate Action 100+.²⁶

Plus récemment, certaines caisses de pension néerlandaises sont allées encore plus loin: en octobre 2021, la Stichting Pensioenfonds ABP (la caisse de pension des employés de l'administration publique et du secteur de l'enseignement qui, avec 523 milliards EUR d'actifs gérés, est la plus grande caisse de pension des Pays-Bas) a annoncé qu'elle céderait toutes ses participations dans des producteurs de combustibles fossiles pour un montant de 15 milliards EUR d'ici à 2023. Cependant, la plupart des caisses de pension néerlandaises sont en retard par rapport à leurs homologues des pays nordiques pour ce qui est de la prise en compte d'un large éventail de critères d'investissement ESG.

France

Les caisses de retraite publiques françaises, comme le Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), qui a une stratégie ISR depuis 2005, font partie des précurseurs européens de la mise en œuvre de critères ESG.²⁷ La FRR et d'autres acteurs français comme la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) et l'Établissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP) ont fait partie en 2006 des premiers signataires des UN PRI. Actuellement, la France compte 332 établissements financiers signataires des UN PRI, soit nettement plus que l'Allemagne (cf. ci-dessous).

En 2015, alors que Paris accueillait les négociations des Nations Unies sur le changement climatique, la France a ouvert la voie en Europe en obligeant ses établissements financiers et ses gestionnaires de fortune à publier leur exposition aux risques climatiques. Les mesures gouvernementales et les réglementations nationales sont donc nettement plus efficaces que les membres des caisses de pension pour favoriser l'intégration des aspects de durabilité, en particulier dans le domaine du changement climatique. La *Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte* adoptée en 2015 a été décisive pour faire avancer l'intégration des critères de durabilité dans les caisses de retraite françaises. Son art. 173-VI oblige les investisseurs français à établir un rapport climatique. En vertu de cet article, les grands investisseurs institutionnels doivent expliquer et justifier leur manière de prendre en compte les risques climatiques et de contribuer à la transition énergétique. Depuis juin 2021, les recommandations du TCFD doivent impérativement être respectées.

Allemagne

En Allemagne, la prise en compte des critères de durabilité ne progresse que relativement lentement en raison de la fragmentation du marché allemand des pensions. Seules deux des dix plus grandes caisses de pension allemandes, et au total seulement 210 établissements financiers allemands ont signé les UN PRI.²⁸ Selon une enquête de 2020, seuls trois fonds de pension appliquaient des seuils d'exclusion des participations dans les secteurs du charbon et de l'exploitation minière, tandis que deux seulement avaient une stratégie pour de telles expositions.²⁹ Cela signifie que l'Allemagne se situe relativement loin derrière les autres pays européens en matière d'ISR. Cependant, cette situation devrait changer dès que les normes en matière de publication d'informations du TCFD seront rendues obligatoires dans toute l'Union européenne.

Royaume-Uni

Comme en Suède, les premiers ISR au Royaume-Uni ont pris racine dans les valeurs religieuses et éthiques portées par l'Église méthodiste et les quakers. Les fonds de pension d'organisations

²⁵ DeNederlandscheBank, *Indebted to Nature: Exploring biodiversity risks for the Dutch financial sector*, 6/2020

²⁶ Robeco, *Comparing ESG policies of pension funds in the Nordics and Netherlands*, 12/2020

²⁷ Fonds de Réserve pour les Retraites (2021), *SRI Strategy of the FRR*, 2021

²⁸ Principles for Responsible Investments, *Signatory directory*, 2021

²⁹ Facing Finance, *Deutsche Pensionskassen – bereit für nachhaltige Geldanlage?*, 2020

religieuses telles que l'Église d'Angleterre ont signé les UN PRI en 2010³⁰. Avant cela, les régimes de retraite tels que Universities Superannuation Scheme (USS), Aviva et BT Pension Scheme (BTPS) avaient été parmi les premiers signataires des UN PRI. Les autorités et organisations environnementales telles que l'Environment Agency et The Wildlife Trusts investissent leurs actifs de fonds de pension de manière durable depuis relativement longtemps. Par rapport à la plupart des pays européens, le marché britannique présente une particularité: les consommateurs ont la possibilité de choisir leur fonds de pension, par exemple en optant pour des régimes de retraite durables ou même pour des approches durables dans le cadre d'un «self invested personal pension» (SIPP).

D'après le GPTB, le Royaume-Uni se classe au septième rang mondial en termes d'ISR. Selon un projet de loi qui entrera en vigueur en avril 2022, les plus grandes entreprises et établissements financiers enregistrés au Royaume-Uni seront obligés de publier des informations financières liées au climat, ce qui aura pour effet de mettre en œuvre les recommandations du TCFD. Cette nouvelle loi s'appliquera également aux plus grandes caisses de pension britanniques.³¹

États-Unis

Aux États-Unis, les initiatives de durabilité des caisses de pension ont surtout été lancées au niveau des États ou des villes; ainsi, le California Public Employees' Retirement System (CalPERS) et divers fonds de pension new-yorkais ont été parmi les premiers signataires des UN PRI. La Teachers Insurance and Annuity Association (TIAA), une caisse de pension principalement destinée aux enseignants, a également signé les UN PRI en 2006 et constitue l'exception au niveau national. Hormis les initiatives fédérales et municipales, la demande d'ISR aux États-Unis a été peu stimulée par la réglementation, mais de manière disproportionnée par les préférences des consommateurs. Selon une étude de 2021, 41 % des gestionnaires de fortune nord-américains ont cité la satisfaction des besoins ou des souhaits des clients comme principale raison de la mise en œuvre des initiatives ESG par leur organisation. Dans la région Asie-Pacifique, ce pourcentage s'élevait à 26 % et en Europe à 31 %³², ce qui montre à quel point l'investissement durable, en particulier dans les caisses de pension, en Europe et en Asie est plus motivé par des initiatives réglementaires que par la demande des consommateurs.

En juin 2020, le ministère du Travail américain (DOL) a proposé une règle qui aurait interdit aux gestionnaires de fonds de pension de prendre en compte les critères ESG, à moins qu'ils ne puissent démontrer de manière incontestable que cela ne compromettrait pas les objectifs financiers du régime de retraite. Suite à l'opposition de nombreux représentants du secteur, les clauses relatives à l'ESG ont été abandonnées dans la version finale du règlement d'octobre 2020. Cependant, les lois adoptées au niveau des États peuvent encourager (comme en Californie) ou entraver (comme en Floride) la prise en compte d'aspects non financiers dans les investissements des fonds de pension. Nous pensons que le fossé en matière d'ISR continuera de se creuser entre les caisses de pension des différents États. Des caisses comme le California State Teachers' Retirement System (CalSTRS) et le CalPERS continueront d'inclure la durabilité et la gestion de fonds activistes dans leurs obligations fiduciaires, alors que des caisses comme le Florida Retirement System ne verront probablement pas les choses de cette façon.³³

Canada

Selon le GPTB, le Canada se situe au quatrième rang mondial en matière d'ISR grâce à des précurseurs comme le Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) et la Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDPQ). Comme il n'existe pratiquement pas de restrictions légales en matière d'ISR au Canada, les caisses de pension disposent d'une liberté relativement élevée dans la prise en compte des facteurs ESG. En 2020, les CEO des huit plus grandes caisses de pension canadiennes ont promis publiquement de «veiller à une croissance plus durable et plus inclusive en intégrant [les facteurs ESG] dans nos stratégies et nos décisions d'investissement».³⁴ Toutefois, ces promesses ambitieuses ont été quelque peu mises à mal par la controverse déclenchée par les cinq plus grandes caisses de pension canadiennes. En effet, elles ont augmenté leurs participations cumulées dans des producteurs de sables bitumineux de 147 % au premier trimestre 2021 par rapport à 2020.³⁵

³⁰ The Church of England, Responsible Investment, 2021

³¹ GOV.UK, UK to enshrine mandatory climate disclosures for largest companies in law, 2021

³² Capital Group, ESG Global Study 2021

³³ Lachance and Stroehle, The Origins of ESG in Pensions: Strategies and Outcomes, 03/2021

³⁴ CPP Investments, Companies and investors must put sustainability and inclusive growth at the centre of economic recovery, 2020

³⁵ Reuters, Canada's top pension funds boost investments in high-carbon oil sands, 2021

Au Japon, le Government Pension Investment Fund (GPIF), le plus grand fonds de pension au monde avec 1 400 milliards CHF d'actifs gérés, a été et reste le moteur de l'investissement responsable. Au cours de son mandat de 2015 à 2020, le CIO Hiro Mizuno a tenté de faire évoluer le GPIF vers une allocation plus importante dans les placements durables. Le coup d'envoi de cette démarche a été donné en 2015, lorsque le GPIF a signé les UN PRI. En 2017, le GPIF a commencé à prendre des participations à hauteur de 3 000 milliards JPY (24 milliards CHF) dans des entreprises affichant de bons scores ESG au moyen de solutions indicielles. En 2018, l'étape suivante a consisté à réaliser des investissements d'un montant total de 1 200 milliards JPY (9,7 milliards CHF) dans plusieurs indices bas carbone.³⁶ En 2020, le GPIF a encore adapté ses principes d'investissement afin de donner plus de poids aux aspects ESG.³⁷ Pourtant, selon les chiffres du GPIF, les allocations dans les fonds ESG ne représentent encore qu'une part nettement inférieure à 5% du total des actifs gérés. Le GPIF a été freiné, entre autres, par les restrictions légales, notamment l'obligation de ne pas descendre en dessous d'un seuil de rendement prescrit par la loi. D'autres prescriptions empêchent également le GPIF d'adopter une approche plus active de la gouvernance d'entreprise, car la loi lui interdit de détenir des participations directes dans des entreprises ou de voter aux assemblées des actionnaires. En raison de l'interprétation stricte de ces restrictions légales, le GPIF n'est pas en mesure de prendre des engagements dans sa politique d'investissement climatique ou responsable.

³⁶ Refinitiv, Why is Japan embracing ESG investing?, 2021

³⁷ GPIF, Stewardship Activities Report 2020 – 2021, 2021



Des rendements ESG positifs et supérieurs attendus dans les pays émergents

Selon Bloomberg, les actifs en investissement durable ont augmenté pour atteindre l'année dernière 35.3 billions USD. Toutefois, on estime que 25 billions USD n'ont pas ou peu eu d'impact. Ces chiffres mettent en évidence un paradoxe: la demande pour les investissements durables, ou investissements ESG, ne cesse de croître alors même qu'une ambiguïté persiste quant à savoir ce qu'ils recouvrent réellement. Les investissements ESG méritent-ils un tel engouement? En particulier, quels sont les risques et les opportunités qu'ils impliquent dans les marchés émergents?

L'investissement ESG, un univers vaste et attrayant

Afin d'intégrer les considérations ESG dans leur processus de placement, les investisseurs et autres parties prenantes utilisent des classifications et scores ESG fournis par des agences de notation spécialisées. En 2018, plus de 600 classifications différentes étaient déjà à disposition, et ce nombre ne cesse d'augmenter. Ces scores dépendent de la taille des entreprises prises en considération, de l'origine des données (informations fournies volontairement par les entreprises, données ESG provenant d'agences de notation spécialisées, base de données gouvernementale ou d'ONG, journaux et sondages), de l'échelle de mesure (souvent un score entre 0-100 ou une note AAA-CCC) et de la fréquence d'actualisation des données.

Les investissements ESG attirent de plus en plus l'attention, à tel point que depuis le début de l'année, ils représentent 30% des flux vers les actions. Dans les marchés émergents, les fonds de placement ont enregistré 20 milliards USD de flux entrants depuis le début de l'année et une augmentation de 70% en comparaison annuelle. Certains investisseurs s'intéressent aux investissements ESG pour améliorer leur réputation et avoir un impact environnemental et social. D'autres y voient l'opportunité d'améliorer leur performance et utilisent les scores ESG afin d'augmenter leurs rendements et de réduire les risques (cf. chapitre «Les caisses de pension suisses investissent plus durablement» à partir de la page 14).

Scores ESG: l'Europe en tête, les États-Unis en milieu de classement et les pays émergents à la traîne

En agrégeant les scores ESG de l'index MSCI AC World, il apparaît qu'un peu plus d'un quart des entreprises (30,3%) affichent un score de *Leader* (AAA & AA), la majorité (63,2%) *Average* (A, BB & BBB) et une minorité (5,7%) *Laggard* (B & CCC). Au niveau des régions, le Royaume-Uni est en tête avec 65,6% de *Leader* et 34,4% d'*Average*. L'Union économique et monétaire européenne (UEM) suit avec la moitié des entreprises en *Leader* (53,3%), l'autre moitié *Average* (45,5%) et seulement 1,3% de *Laggard*. Les États-Unis sont un peu à la traîne de la référence mondiale (MSCI AC World Index) avec un quart des entreprises en *Leader* (24,1%), la majorité en *Average* (70,3%) et 5,6% en *Laggard*. Les pays émergents, eux, ont une majorité d'*Average* (68,3%) mais sont en retard par rapport au reste du monde car ils comptent autant de *Leader* que

Le Royaume-Uni et l'UEM comptent la plus grande proportion d'entreprises classées Leader

Les entreprises considérées pour ces résultats sont celles de l'index MSCI AC World

	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA	Leader (AAA & AA)	Average (A, BB & BBB)	Laggard (B & CCC)
Royaume-Uni	0.0%	0.0%	1.3%	10.9%	22.2%	48.0%	17.6%	65.6%	34.4%	0.0%
UEM	0.0%	1.3%	6.7%	10.1%	28.6%	25.5%	27.8%	53.3%	45.5%	1.3%
Suisse	0.0%	0.4%	1.7%	7.9%	40.5%	40.2%	9.3%	49.5%	50.1%	0.4%
MSCI AC World Index	0.8%	4.9%	11.2%	28.0%	24.0%	19.4%	10.9%	30.3%	63.2%	5.7%
Japon	0.8%	5.4%	7.7%	29.2%	27.3%	20.9%	8.7%	29.6%	64.2%	6.2%
Etats-Unis	0.3%	5.3%	11.9%	36.7%	21.7%	15.3%	8.9%	24.1%	70.3%	5.6%
Marchés émergents	4.3%	10.9%	21.6%	24.5%	22.1%	8.9%	7.6%	16.5%	68.3%	15.2%

Source: MSCI, Credit Suisse

de *Laggard* (respectivement 16,5% et 15,2%). En agréant les scores du MSCI EM Index, on constate cependant une certaine hétérogénéité parmi les pays émergents. L'Amérique Latine, en tête, a le pourcentage de score *Leader* le plus important avec approximativement 16,8%, là où la Chine et l'Inde n'en ont respectivement que 7,3% et 8,4% et que la Russie atteint tout juste 2%.

Performance des investissements ESG: rendements excédentaires plus importants pour les pays émergents que pour les pays développés

Nous avons étudié les indices MSCI ESG Leaders qui présentent l'avantage de capturer les dimensions ESG, tout en restant comparables aux indices de référence traditionnels. Nos résultats suggèrent que les indices ESG offrent des rendements excédentaires et que ces derniers sont plus importants pour les pays émergents que pour les pays développés. Ces trois dernières années, les indices MSCI World ESG et MSCI Emerging Markets ESG ont réalisé des rendements excédentaires annualisés par rapport à leur indice de référence (MSCI AC World et MSCI Emerging Markets) de 1% et 1,8% respectivement, et de 0,1% et 2,8% ces dix dernières années. De plus, nous avons identifié que ces rendements excédentaires tendaient à diminuer avec le temps, bien que nous observions une stabilisation au cours des dernières années. Cela pourrait être une conséquence d'un avantage ESG qui aurait bénéficié aux premiers arrivants, mais qui déclinerait à mesure que les principes ESG se démocratisent à l'échelle globale. Cette dernière tendance se confirme, puisque l'on observe sur les dix dernières années une amélioration des scores ESG agrégés. En théorie, une meilleure performance relative des indices ESG pourrait s'expliquer par la croissance (plus de liquidités du fait d'un marché grandissant avec des consommateurs de plus en plus sensibles aux critères ESG), la rentabilité (meilleur pouvoir de marché du fait d'une demande croissante pour les qualités ESG et/ou un meilleur rapport coût-profit à long terme lié aux investissements ESG) et le risque (plus faible grâce à une meilleure résilience aux changements climatiques).

Performance des investissements ESG: hétérogénéité au sein des marchés émergents

Il est important de souligner que tous les pays émergents ne présentent pas des performances positives par rapport aux indices traditionnels. Par exemple, en Amérique latine, ces trois dernières années, l'indice MSCI LatAm ESG Leaders a réalisé une performance plus faible comparée à l'indice MSCI LatAm. On reproche souvent aux indices ESG d'adopter une approche trop sommaire qui ne serait pas adaptée à la diversité des pays émergents. En parallèle, des études mettent en évidence que les performances des indices ESG varient selon le secteur, l'horizon temporel et les facteurs de durabilité pris en compte. Par exemple, MSCI a trouvé que le score G (gouvernance) explique mieux les performances sur le court-terme alors que les scores E (environnement) et S (social) sont plus pertinents sur le long terme.³⁸ Cela nous amène à penser qu'une approche pertinente pour construire une stratégie d'investissement ESG plus nuancée dans les pays émergents pourrait être de se focaliser sur certains secteurs et/ou sous-ensembles de facteurs de durabilité.

Limites des comparaisons de performance

Plus généralement, savoir si l'on obtient des meilleures performances avec des entreprises ou des indices ayant des hauts scores ESG reste une question complexe qui soulève de nombreux défis empiriques. Premièrement, et comme mentionné précédemment, les différentes méthodologies utilisées pour les scores ESG rendent toute comparaison de performance difficile. Une étude de l'OCDE de 2020 montre que, sur les dix dernières années, la corrélation entre les scores ESG élevés et les rendements financiers varie de manière significative selon le fournisseur du score, la stratégie d'investissement, la région et l'horizon temporel considérés. Selon cette étude, de nombreux portefeuilles ayant des scores ESG élevés ont enregistré des performances moindres alors que certains portefeuilles aux scores ESG faibles ont eu des performances plus élevées. L'étude trouve également des résultats similaires pour les mesures de risques absolues et relatives.³⁹ Une autre étude montre que les entreprises du S&P 500 ayant les plus hauts scores MSCI ESG s'échangeaient avec un premium d'environ 25% comparés à leur pairs ayant les plus bas scores.⁴⁰ L'étude n'a en revanche pas trouvé de premium en menant la même analyse avec les scores ESG de Sustainalytics and Refinitiv. Étant donné que différentes méthodologies sont associées à des résultats différents, toute tentative de généralisation concernant les performances ESG est ardue. Deuxièmement, les scores ESG étant généralement construits en comparaison à un groupe de référence (p. ex. au sein d'une industrie ou d'une sous-industrie), lors de l'agrégation des scores à une plus grande échelle (p. ex. placements financiers), le signal envoyé par le score ESG a des chances de perdre en pertinence. Pour finir, prouver la causalité entre performance et score ESG s'avère difficile à cause d'un problème d'endogénéité. En effet, il est difficile de savoir si les entreprises ayant des bonnes performances ont généralement des hauts scores ESG car elles ont plus de moyens pour

³⁸ L'explication tiendrait au fait que le score G capture des éléments qui affectent l'entreprise à court-terme, là où les scores E et S sont révélateurs de transformations profondes qui affectent la performance économique sur le long terme.

³⁹ Boffo, Riccardo and Robert Patalano, ESG investing: Practices, progress and challenges, OECD, 2020

⁴⁰ Subramanian, Wang, Seretis, Bajaj, Nair, Zhao and Atalay, ESG Investing by the numbers, 21 octobre 2021

investir dans les dimensions environnementales, sociales et de gouvernance ou bien si c'est le fait d'investir dans l'ESG qui permet aux entreprises d'être plus performantes.⁴¹

Défis et opportunités des investissements ESG dans les pays émergents

Le défi: confiance et fiabilité des données et scores ESG

Le manque de transparence et de régulation est un frein au développement des investissements ESG à l'échelle globale, et d'autant plus pour les pays émergents. Premièrement, même si certains critères émergent comme centraux, aucun consensus n'a été trouvé pour trancher quant à leur importance relative. Cela implique très souvent des divergences sur les scores ESG, ce qui est source de confusion pour les investisseurs.⁴² Deuxièmement, la construction des indices d'actions ESG repose sur des méthodologies complexes et des choix subjectifs. Cela pose un défi pour les investisseurs désireux de mener leur propre analyse et est susceptible de renforcer les craintes de *greenwashing* et de manipulation des données fortement présentes dans les pays émergents. Troisièmement, la première source d'information pour les scores ESG repose sur la divulgation volontaire d'information par les entreprises. En l'absence de contrôle, cela pose le problème de la fiabilité des données utilisées.

Les règles de divulgation dans les pays développés influencent les pratiques dans les pays émergents

La transparence et la fiabilité étant des éléments clés, toute amélioration dans ces deux directions devrait rassurer les investisseurs en leur permettant de mieux appréhender les risques et opportunités associés aux investissements ESG dans les marchés émergents. Or, une standardisation commence à s'imposer sous l'effet d'initiatives amorcées par les pays développés et suivies dans une certaine mesure par les pays émergents. En avril 2021, la Nouvelle-Zélande est devenue le premier pays à mettre en place une mesure de divulgation obligatoire en accord avec le système de divulgation jusqu'alors volontaire de la *Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD)*. D'autres pays ont d'ores et déjà annoncé vouloir suivre cet exemple, et notamment: la Suisse, les pays du G7, mais aussi, en Amérique latine, le Brésil et le Mexique. L'Union européenne a mis en place la *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, dont la portée est encore plus large que le standard TCFD. À partir de 2022, les fonds ESG devront classer et révéler les caractéristiques ESG de leur produits en suivant une taxonomie verte préétablie. La Chine se dirige elle aussi progressivement vers des réglementations sous l'influence de Hong-Kong, qui a déjà mis en place des mesures de divulgation obligatoires des caractéristiques environnementales et sociales des actifs financiers.

Défi: changements structurels

Pour s'engager dans l'économie durable, les pays émergents doivent faire face à un changement structurel. En effet, de nombreux pays dont l'économie repose sur l'exportation sont fortement dépendants des ressources naturelles. Par exemple, 50% du produit intérieur brut (PIB) de l'Arabie Saoudite, 30% du PIB des Émirats Arabes Unis et 30% du PIB de la Russie viennent des énergies fossiles. Le Brésil est le plus grand importateur au monde de pesticides (y compris les pesticides les plus dangereux) qui sont utilisés dans les cultures de soja, de coton et de maïs. Ces exemples illustrent les difficultés structurelles pour les pays émergents qui veulent amorcer une transition vers une économie plus respectueuse de l'environnement. De plus, le changement vers des alternatives durables représente un coût important car la transition énergétique requiert des investissements conséquents et dépend donc de l'accès au financement. En outre, les prochaines années devraient voir une généralisation des taxes carbone résultant de la mise en place d'une taxe d'ajustement carbone aux frontières (telle que l'Union européenne projette d'introduire en 2026). Selon nos prévisions, un tel scénario aurait un effet opposé pour les pays développés et les pays émergents.⁴³ Les États-Unis et l'Europe, chez qui les secteurs clés sont engagés depuis plus longtemps dans une transition verte, devraient être gagnants. Les pays émergents qui font face à des défis structurels et qui sont en retard dans cette transition devraient être négativement affectés.

⁴¹ Schreck (2011) contrôle ce problème d'endogénéité et conclut en l'absence de lien de causalité entre profitabilité et responsabilité sociale.

⁴² Comme mentionné précédemment, plusieurs études révèlent une faible corrélation entre les scores ESG produits par différentes agences de notation.

⁴³ Credit Suisse, Capital Market Assumptions (CMAs) 2021

Opportunité: de plus en plus de pays émergents s'engagent dans la protection de l'environnement

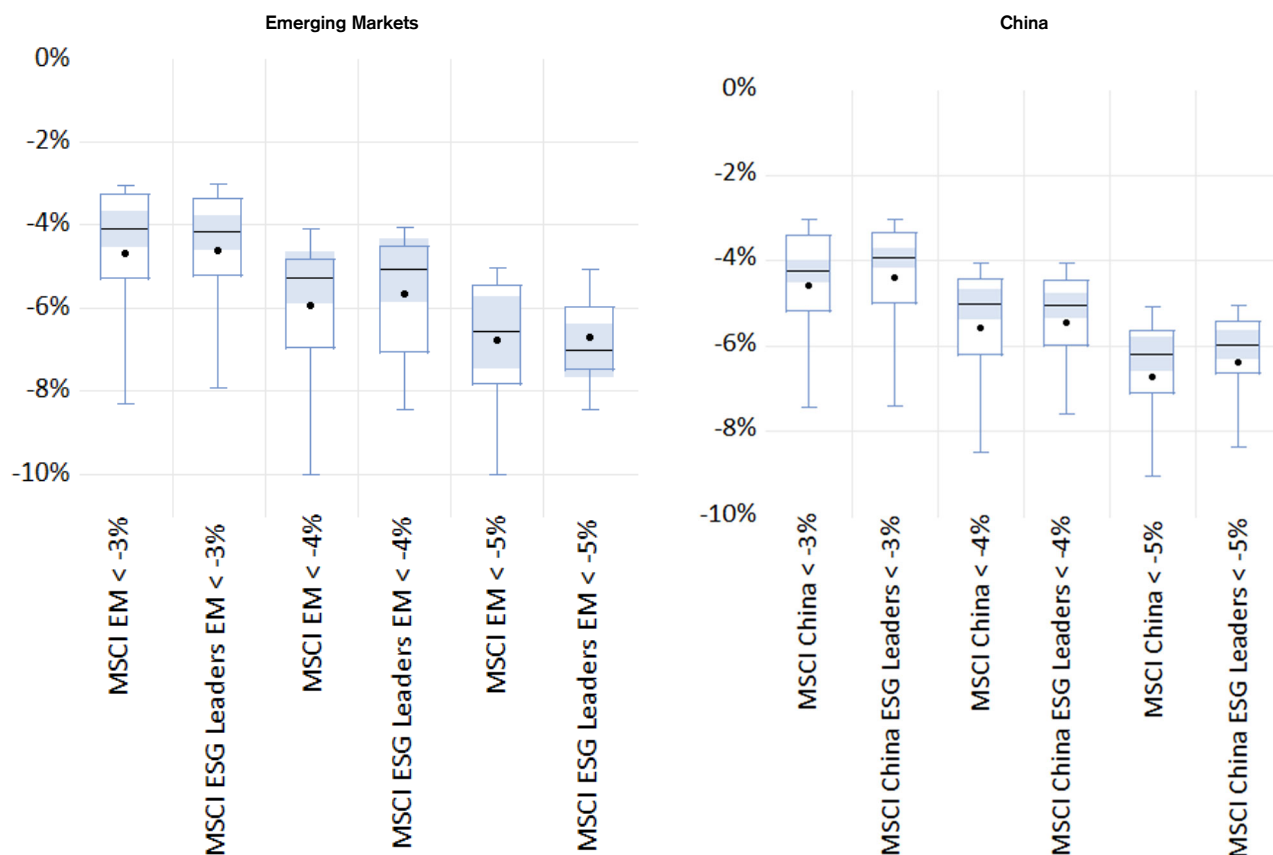
Les pays émergents sont néanmoins susceptibles d'offrir des opportunités intéressantes, d'autant que certaines entreprises ou secteurs ont déjà amorcé leur transition énergétique. Il faut également mentionner que de plus en plus de pays émergents suivent l'exemple des pays développés et s'engagent dans le domaine environnemental. Par exemple, le président chinois Xi Jinping, dans un désir de s'imposer en leader mondial du changement climatique, a annoncé que la Chine, le plus grand émetteur au monde de gaz à effet de serre, serait neutre en carbone à l'horizon de 2060. De même, en octobre 2021, la Russie, la Turquie et les Émirats Arabes Unis, trois des pays les plus dépendants en énergies fossiles, ont déclaré qu'ils voulaient respecter l'objectif de *net zéro*. Que ces engagements soient crédibles ou qu'ils soient utilisés afin de gagner du temps dans un fonctionnement de *business-as-usual*, ils n'en restent pas moins des signaux envoyés aux industries locales sur la nécessité d'une évolution. De plus, les pays signataires de l'accord de Paris se sont engagés à soutenir financièrement la transition des pays émergents à hauteur de 100 milliards USD par an. En pratique, en 2018, le total des financements versés s'élevait à 78.9 milliards USD.⁴⁴ Lors de la COP 26, les pays ont renouvelé cet objectif et se sont engagés à combler l'écart pour atteindre les 100 milliards USD par an jusqu'en 2025. Ils se sont également entendus pour poursuivre les investissements après 2025.

Opportunité: réduction des risques de pertes extrêmes

Nous avons étudié les indices MSCI ESG et les scores individuels MSCI ESG des entreprises. Cela nous a permis de trouver une confirmation *bottom-up* et *top-down* qui établit que la prise en compte de considérations ESG permet de capturer certaines caractéristiques associées à des traits défensifs. Ainsi, des scores ESG plus élevés sont associés à des dividendes plus élevés, alors que les scores ESG sont négativement liés aux cours des actions et à la volatilité et ce, de manière stable au fil du temps. En particulier, l'inclusion d'un score ESG permet de diminuer la

Baisses de prix extrêmes des indices MSCI ESG Leaders EM et MSCI China ESG Leaders moins fréquentes que pour les indices apparentés MSCI EM et MSCI China

Ces graphiques représentent les baisses de prix journalières supérieures à 3%, 4% ou 5% pour les indices MSCI EM et MSCI ESG Leaders EM (à gauche) et MSCI China et MSCI China ESG Leaders (à droite) entre le 28.09.2007 et le 02.11.2021. La boîte à moustache montre la moyenne (le point), la médiane (ligne horizontale), les quantiles à 25% et 75% (limites de la boîte) et les observations extrêmes qui sont considérées comme non aberrantes (les moustaches). On observe que, pour des baisses journalières supérieures ou égales à 4%, les moustaches (du côté des baisses extrêmes) sont plus courtes pour le MSCI ESG Leaders EM que pour le MSCI EM, cela met en évidence des pertes extrêmes moins fréquentes pour l'indice labélisé ESG. Une observation similaire nous permet de conclure que les pertes extrêmes sont moins fréquentes pour l'indice MSCI ESG China que pour l'indice apparenté MSCI China.



Source: Refinitiv, Credit Suisse

⁴⁴ Estimations de l'OECD, 2019

probabilité d'occurrence de risques extrêmes. Les graphiques ci-dessus illustrent ce résultat: les diminutions journalières de prix extrêmes (supérieures ou égales à -4%) sont moins fréquentes pour les indices ESG Leaders des marchés émergents et de la Chine que pour leurs indices apparentés respectifs, le MSCI EM et le MSCI China. Les caractéristiques ESG semblent en effet être associées à une meilleure protection des entreprises en cas de crises économiques ou de chocs négatifs. De même, selon MSCI, les entreprises aux scores ESG élevés ont des fréquences de risque idiosyncratique et systématique plus faibles que les entreprises avec des mauvais scores ESG.⁴⁵

Ces résultats concordent avec une étude de l'OECD de 2020 selon laquelle les fonds d'investissements et les indices ESG venant de différents fournisseurs (tels que Bloomberg, Morningstar et MSCI) ont mieux résisté que les indices traditionnels au choc provoqué par la pandémie durant les quatre premiers mois de 2020.⁴⁶ En conclusion, il peut s'avérer particulièrement intéressant de bénéficier de ces avantages liés aux caractéristiques ESG pour contrebalancer la nature plus risquée et instable du marché des actions dans les pays émergents. De plus, en théorie, les entreprises avec un score ESG élevé pourraient également bénéficier d'un coût des capitaux propres et/ou de la dette plus faible liés à un taux d'escompte plus faible et/ou à des subventions publiques.

**Opportunité:
perspectives de
rendements positifs**

Selon nos prévisions « Capital Market Assumptions 2021 », sur un horizon de cinq ans, les investissements ESG devraient offrir des rendements excédentaires positifs dans les pays émergents.⁴⁷ Pour les indices MSCI World ESG Leaders et MSCI EM ESG Leaders, nous estimons des rendements annuels respectifs de 7,2% et 8,6%, avec un rendement excédentaire par rapport au MSCI World et MSCI EM de 0,4 et 1,0 points de pourcentage respectivement. Pour les marchés développés, les rendements excédentaires sont modestes et déterminés principalement par une croissance du bénéfice par action (BPA) un peu plus forte et un ratio *price-earnings* (P/E également appelé ratio cours sur bénéfices) aligné sur l'indice de référence. Pour les marchés émergents, nous nous attendons à ce que la croissance du BPA soit plus intense en début de période, et à ce que l'évaluation et le rendement ne diffèrent pas fondamentalement de l'indice de référence des pays émergents.

**Opportunité: leaders
des énergies
renouvelables**

De nombreux pays émergents sont ou seront potentiellement des leaders dans la production d'énergies renouvelables. La Chine est d'ores et déjà le plus grand producteur au monde d'énergie solaire et éolienne, devant les États-Unis, l'Allemagne et l'Inde. La Chine, qui était en 2019 également le plus grand exportateur de batteries et moteurs électriques, devrait bénéficier de la croissance de la demande des véhicules électriques. Ces derniers pourraient représenter 35% des ventes annuelles de voitures en 2030 (60% en Europe, 42% en Chine et 36% aux États-Unis). Aussi, l'hydrogène dit vert reçoit actuellement un support croissant des politiques publiques et la course au leadership dans le secteur est amorcée: l'Union européenne a alloué 150 milliards EUR à son plan *Green Hydrogen*, alors que le Chili vise à produire l'hydrogène vert le moins cher du marché d'ici à 2030. Enfin, si l'on regarde les métaux requis pour la transition énergétique, on observe qu'en 2019, le Chili et le Pérou étaient les plus grands exportateurs de cuivre, tandis que l'Indonésie et les Philippines étaient les plus grands exportateurs de nickel.

⁴⁵ MSCI, Comparing Risk and Performance for Absolute and Relative ESG Scores, August 2020

⁴⁶ Un facteur potentiel mentionné dans l'étude est le poids plus important des indices ESG en pharmacologie et technologie.

⁴⁷ Credit Suisse, Capital Market Assumptions (CMAs) 2021.

Information importante

Le présent rapport reflète les opinions du département Investment Strategy du CS et n'a pas été préparé conformément aux exigences légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. Il ne s'agit nullement d'un produit du département Research du Credit Suisse bien qu'il fasse référence à des recommandations issues de la recherche ayant été publiées. Plusieurs politiques du CS ont été mises en œuvre pour gérer les conflits d'intérêts, y compris les politiques relatives aux transactions précédant la diffusion de la recherche en investissement. Ces politiques ne s'appliquent toutefois pas aux opinions des stratèges en investissement mentionnées dans le présent rapport. D'autres informations importantes sont fournies à la fin du présent document. Singapour: Réservé aux investisseurs agréés. Hong Kong: Réservé aux investisseurs professionnels. Australie: Réservé aux clients gros-sistes.

Avertissement sur les risques

Chaque investissement implique des risques, notamment en matière de fluctuations de valeur et de rendement. Si un investissement est libellé dans une devise autre que votre monnaie de référence, les variations des taux de change peuvent avoir un impact négatif sur la valeur, le prix ou le revenu.

Le présent rapport comporte des informations concernant des placements impliquant des risques particuliers. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basée sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Des informations complémentaires sont également disponibles dans la brochure explicative intitulée «Risques dans le négoce d'instruments financiers» disponible auprès de l'Association suisse des banquiers.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Des commissions, des frais ou toute autre charge comme les fluctuations du taux de change peuvent avoir des répercussions sur les performances.

Risques inhérents aux marchés financiers

Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent pas des indicateurs fiables de résultats futurs. Le prix et la valeur des investissements mentionnés ainsi que tout revenu susceptible d'en résulter peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse. Il vous est recommandé de consulter le(s) conseiller(s) que vous estimez nécessaire(s) pour vous aider à déterminer ces paramètres. Il se peut qu'aucun marché public n'existe pour certains investissements, ou que ceux-ci ne soient négociables que sur un marché secondaire restreint. Lorsqu'un marché secondaire existe, il est impossible de prévoir le prix auquel les investissements se négocieront sur ledit marché ou s'il sera ou non liquide.

Marchés émergents

Lorsque le présent rapport traite des marchés émergents, vous devez avoir conscience qu'il existe un certain nombre de risques et d'incertitudes inhérents aux investissements et transactions dans différents types de placements ou, relatifs ou liés, aux émetteurs et débiteurs constitués en société, implantés ou exerçant des activités commerciales sur les marchés des pays émergents. Les placements relatifs aux marchés des pays émergents peuvent être considérés comme des placements spéculatifs et leur cours seront bien plus volatils que le cours des placements concernant les marchés des pays les plus développés. Les investissements dans des placements relatifs aux marchés émergents sont destinés uniquement aux investisseurs avertis ou professionnels expérimentés qui connaissent les marchés en question, sont capables d'apprécier et de tenir compte des divers risques inhérents à ce type de placements et possèdent les ressources financières nécessaires pour supporter le risque substantiel de perte d'investissement inhérent à ce type de placements. Il vous incombe de gérer les risques liés à tout placement relatif aux marchés des pays émergents et l'affectation des actifs de votre portefeuille. Vous devriez demander l'avis de vos conseillers concernant les différents risques et facteurs à prendre en considération lors d'un investissement dans des placements relatifs aux marchés émergents.

Placements alternatifs

Les hedge funds ne sont pas soumis aux nombreuses réglementations en matière de protection des investisseurs qui s'appliquent aux investissements collectifs autorisés et réglementés. Quant aux gestionnaires de hedge funds, ils ne sont pas réglementés pour la plupart. Les hedge funds ne se limitent pas à une discipline d'investissement ou une stratégie de négoce particulière et cherchent à tirer profit des différents types de marchés en recourant à des stratégies de levier, relatives à des dérivés et d'investissement spéculatif complexes qui accroissent le risque de perte d'investissement.

Les transactions sur marchandises affichent un niveau de risque élevé, y compris un risque de perte totale de l'investissement, et sont inadaptées à la plupart des investisseurs privés. La performance de ces investissements dépend de facteurs imprévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les fortes influences de l'évolution future, en particulier des futures et des indices.

Les investisseurs immobiliers sont exposés à la liquidité, aux devises étrangères et à d'autres risques, y compris aux risques cycliques, aux risques du marché locatif et local ainsi qu'aux risques environnementaux et aux modifications légales.

Private equity

Le Private Equity (ci-après «PE») désigne des placements en capital-investissement dans des sociétés qui ne sont pas soumises à un négoce public (à savoir qu'elles ne sont pas cotées en bourse); ils sont complexes, généralement illiquides et axés sur le long terme. Les placements dans un fonds de PE présentent généralement un niveau important de risque financier ou commercial. Les placements dans des fonds de PE ne sont ni garantis ni assortis d'une protection du capital. Les investisseurs sont tenus de répondre à des appels de capitaux sur une longue période de temps. Toute omission à le faire peut généralement entraîner la perte d'une partie ou de la totalité du compte de capital, la renonciation à tout revenu ou gain futur sur les placements effectués avant l'omission et, entre autres choses, la perte de tout droit de participer à des placements futurs ou la vente forcée de ses placements à un prix très bas, beaucoup plus bas que les évaluations du marché secondaire. Les sociétés ou les fonds peuvent être fortement endettés et être, par conséquent, davantage sensibles à des évolutions commerciales et/ou financières ou à des facteurs économiques défavorables. De tels investissements peuvent être confrontés à une concurrence intense, à des conditions commerciales ou économiques évolutives ou à d'autres évolutions susceptibles d'avoir une incidence négative sur leur performance.

Risques de taux d'intérêt de crédit

La valeur d'une obligation dépend de la solvabilité de l'émetteur et/ou du garant (le cas échéant), laquelle peut changer sur la durée de l'obligation. En cas de défaillance de l'émetteur et/ou du garant de l'obligation, celle-ci ou tout revenu en découlant n'est pas garanti(e) et vous pouvez perdre tout ou partie de l'investissement initial.

Département Investment Strategy

Il incombe aux stratèges en investissement d'assurer une formation à la stratégie multi classes d'actifs et la mise en œuvre qui en résulte dans le cadre des affaires discrétionnaires et consultatives du CS. Les portefeuilles modèles ne sont fournis qu'à titre indicatif, le cas échéant. L'allocation de vos actifs, la pondération de votre portefeuille et ses performances paraissent très différentes selon les circonstances particulières dans lesquelles vous vous trouvez et votre tolérance aux risques. Les opinions et les points de vue des stratèges en investissement peuvent se démarquer de ceux des autres divisions du CS. Les points de vue des stratèges en investissement peuvent évoluer avec le temps sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention.

Les stratèges en investissement peuvent parfois faire référence à des articles précédemment publiés par Research, y compris des changements de recommandations ou de notations présentés sous forme de listes. Les recommandations contenues dans le présent document sont des extraits des recommandations précédemment publiées par Credit Suisse Research et/ou des références à celles-ci. Pour les actions, il s'agit de la note relative à la société ou du résumé relatif à la société de l'émetteur. Les recommandations relatives aux obligations peuvent être consultées dans la publication Research Alert (bonds) ou Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland respective. Ces documents sont disponibles sur demande ou sur <https://investment.credit-suisse.com>. Les notifications sont disponibles sur www.credit-suisse.com/disclosure.

Clause de non-responsabilité générale/ Information importante

Les informations fournies dans les présentes constituent un contenu promotionnel; il ne s'agit pas de recherche d'investissement.

Ce rapport n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, quelque personne ou entité que ce soit qui serait citoyenne, résidente ou située dans une

localité, un Etat, un pays ou une autre juridiction où une telle distribution, publication, disponibilité ou utilisation serait contraire à la législation ou réglementation ou soumettrait le CS à des obligations d'enregistrement ou de licence au sein de ladite juridiction.

Les références au Credit Suisse effectuées dans ce rapport comprennent Credit Suisse AG, la banque suisse, ses succursales et ses sociétés affiliées. Pour plus d'informations sur notre structure, veuillez consulter le lien suivant: <https://www.credit-suisse.com>

NE PAS DISTRIBUER NI UTILISER À DES FINS DE PROSPECTION OU DE CONSEIL: Le présent rapport est fourni uniquement à des fins d'information et d'illustration et n'est destiné qu'à votre seul usage. Il ne constitue ni une sollicitation ni une offre ou recommandation à l'achat ou à la vente de titres ou d'autres instruments financiers. Toute information englobant des faits, des opinions ou des citations peut être condensée ou résumée et se réfère à la date de rédaction. Les informations contenues dans le présent rapport ont été fournies à titre de commentaire général de marché et ne constituent en aucune manière une forme de conseil financier réglementé en termes de recherche, ou de service juridique, fiscal ou autre service financier réglementé. Elles ne tiennent pas compte des objectifs, de la situation ou des besoins financiers d'une quelconque personne – autant d'aspects qui doivent être impérativement examinés avant toute décision de placement. Vous devriez prendre conseil auprès de votre conseiller financier avant de prendre toute décision d'investissement basé sur le présent rapport ou pour toute explication concernant le contenu de ce dernier. Ce rapport vise uniquement à exposer des observations et opinions du CS à la date de rédaction, sans tenir compte de la date à laquelle vous pouvez le recevoir ou y accéder. Les observations et opinions contenues dans le présent rapport peuvent être différentes de celles des autres divisions du CS. Toute modification demeure réservée sans préavis et sans obligation de mise à jour. Le CS n'est nullement tenu de garantir que lesdites mises à jour soient portées à votre attention. **PRÉVISIONS ET ESTIMATIONS:** Les performances passées ne doivent pas constituer une indication ni constituer une garantie de résultats futurs et aucune garantie, explicite ou implicite, n'est donnée quant aux performances futures. Dans la mesure où ce rapport contient des déclarations relatives à la performance future, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont soumises à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Toutes les évaluations mentionnées dans le présent rapport sont soumises aux politiques et procédures d'évaluation du CS. **CONFLITS:** Le CS se réserve le droit de corriger les éventuelles erreurs apparaissant dans le présent rapport. Le CS, ses sociétés affiliées et/ou leurs collaborateurs peuvent détenir des positions ou des participations ou tout autre intérêt matériel, ou encore effectuer des transactions sur les titres mentionnés, des options s'y rapportant, ou des investissements connexes; ils peuvent également accroître ou liquider ponctuellement de tels investissements. Le CS peut fournir, ou avoir fourni au cours des douze derniers mois, à toute société ou tout émetteur mentionné des conseils ou services de placement conséquents en rapport avec l'investissement énuméré dans ce document ou un investissement lié. Certains des investissements mentionnés dans le présent rapport seront proposés par une entité individuelle ou une société affiliée du CS; le CS peut également être le seul teneur de marché pour de tels investissements. Le CS est impliqué dans plusieurs opérations commerciales en relation avec les entreprises mentionnées dans ce rapport. Ces opérations incluent notamment le négoce spécialisé, l'arbitrage des risques, les activités de tenue de marché et autres activités de négoce pour compte propre. **IMPÔTS:** Aucune des informations contenues dans le présent rapport ne constitue un conseil de nature juridique ou en matière de placements, de comptabilité ou d'impôts. Le CS n'offre pas de conseils sur les conséquences d'ordre fiscal liées aux investissements et vous recommande de consulter un conseiller fiscal indépendant. Les niveaux et bases d'imposition dépendent des circonstances individuelles et sont susceptibles de changer. **SOURCES:** Les informations et les opinions contenues dans le présent rapport ont été obtenues ou tirées de sources jugées fiables par le CS. Le CS ne saurait être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ce rapport. **SITES WEB:** Ce rapport peut fournir des adresses de sites web ou contenir des liens qui conduisent à ces sites. Sauf dans la mesure où le rapport fait état du contenu web du CS, le CS n'a pas procédé au contrôle des sites web liés et décline toute responsabilité quant au contenu desdits sites. Ces adresses ou hyperliens (y compris les adresses ou hyperliens vers le contenu web du site du CS) ne sont fournis que pour votre confort et votre information et le contenu des sites liés ne fait partie d'aucune manière du présent rapport. L'accès à un tel site web ou le suivi d'un tel lien par le biais de ce rapport ou via le site web du CS se fait à vos propres risques. **CONFIDENTIALITÉ DES DONNÉES:** vos données personnelles seront traitées conformément à la déclaration de confidentialité du Credit Suisse, accessible depuis votre domicile sur le site officiel du Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Afin de

vous fournir du matériel marketing concernant nos produits et services, le Credit Suisse Group AG et ses filiales peuvent être amenés à traiter vos données personnelles de base (à savoir vos coordonnées telles que nom et adresse e-mail) à moins que vous nous informiez que vous ne souhaitez plus les recevoir. Vous pouvez à tout moment choisir de ne plus recevoir ces documents en informant votre conseiller.

Entités distributrices

A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers. **Allemagne:** Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établiement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»). **Arabie saoudite:** Ce document est distribué par Credit Suisse Saudi Arabia (no CR 1010228645), un établissement dûment agréé et réglementé par la Saudi Arabian Capital Market Authority en vertu de la licence no 08104-37 en date du 23.02.1429H, soit le 21.03.2008 du calendrier grégorien. Les bureaux principaux de Credit Suisse Saudi Arabia sont sis King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6556 Riyadh, Arabie saoudite. Site web: <https://www.credit-suisse.com/sa>. Selon les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Règles relatives à la provision de titres et d'obligations émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. Selon les Réglementations relatives aux Fonds de Placement, le présent document ne peut être distribué dans le Royaume sauf à des personnes qui sont autorisées par les Réglementations relatives aux Fonds de Placement émises par l'Autorité des Marchés Financiers. L'Autorité des Marchés Financiers ne fournit aucune représentation quant à l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document, et décline expressément toute responsabilité pour toute perte découlant de, ou subie suite à l'utilisation de toute portion du présent document. Les acheteurs prospectifs des titres offerts dans les présentes doivent réaliser leur propre due diligence quant à l'exactitude des informations relatives aux titres. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, il vous est recommandé de consulter un conseiller financier autorisé. **Afrique du Sud:** Cette information a été distribuée par Credit Suisse AG, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority d'Afrique du Sud sous le numéro FSP 9788, et/ou par Credit Suisse (UK) Limited, qui est enregistré comme prestataire de services financiers auprès de la Financial Sector Conduct Authority en Afrique du Sud sous le numéro FSP 48779.

(Entités distributrices)

Bahrein: Ce rapport est distribué par Credit Suisse AG, Bahrain Branch, une succursale de Credit Suisse AG, Zurich/Suisse, qui est dûment autorisée et réglementée par la Central Bank of Bahrain (CBB) comme un Investment Business Firm Category 2. Les produits ou services financiers correspondants sont réservés aux investisseurs autorisés, tels que définis par la CBB. Ils ne sont pas destinés à une quelconque autre personne. La Central Bank of Bahrain n'a ni examiné, ni approuvé le présent document ni la commercialisation de tout véhicule de placement auquel il est fait mention aux présentes dans le Royaume de Bahrein et n'est pas responsable de la performance d'un tel véhicule. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, est sise Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Royaume de Bahrein. **Brésil:** ce rapport est distribué au Brésil par le Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários ou ses sociétés affiliées. **Chili:** Le présent document est distribué par Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada, une succursale de Credit Suisse AG (enregistrée dans le canton de Zurich), régulée par la Commission des Marchés Financiers chilienne. Ni l'émetteur ni les titres n'ont été enregistrés auprès de la Commission des Marchés Financiers chilienne (Comisión para el Mercado Financiero) selon la Loi no. 18.045, la Ley de Mercado de Valores, ainsi que les réglementations associées, et ne peuvent donc être proposés ou vendus publiquement au Chili. Le présent document ne constitue pas une offre ou une invitation à souscrire ou un achat de titres au sein de la République du Chili, à toute autre personne que les investisseurs identifiés individuellement dans le cadre d'une offre privée selon l'article 4 de la Ley de Mercado de Valores (une offre qui n'est pas «adressée au public en général ou à un certain secteur ou à un groupe spécifique du public»). **DIFC:** Cette information est distribuée par Credit Suisse AG (DIFC Branch), dûment agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority («DFSA»). Les produits ou services financiers liés ne sont proposés qu'à des clients professionnels ou à des contreparties du marché, tels que

définis par la DFSA, et ne sont pas destinés à d'autres personnes. Credit Suisse AG (DIFC Branch) est sise Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubaï, Émirats arabes unis. **Espagne:** Ce document est un document promotionnel et est fourni par Credit Suisse AG, Sucursal en España, entité juridique enregistrée auprès de la Comisión Nacional del Mercado de Valores à des fins d'information. Il s'adresse exclusivement à son destinataire pour une utilisation personnelle et, selon les réglementations actuelles en vigueur, ne peut en aucun cas être considéré comme une offre de titres, un conseil de placement personnel ou toute autre recommandation générale ou spécifique de produits ou de stratégies de placement ayant pour objectif toute opération de votre part. Le client sera considéré comme responsable, dans tous les cas, de ses décisions de placement ou de désengagement, et le client sera donc pleinement responsable pour les bénéfices ou pertes résultant des opérations que le client décide de réaliser sur la base des informations et opinions comprises dans le présent document. Le présent document n'est pas le résultat d'un travail d'analyse ou de recherche financière, n'est pas soumis aux réglementations actuelles applicables à la production et à la distribution de recherche financière, et son contenu ne prétend pas être conforme aux exigences juridiques en matière d'indépendance de la recherche financière. **France:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France (la «succursale française»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale française est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), des autorités de surveillance françaises, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), et de l'Autorité des marchés financiers (AMF) française. **Guernesey:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse AG Guernsey Branch, une succursale de Credit Suisse AG (établie dans le canton de Zurich), ayant son siège à Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernesey. Credit Suisse AG Guernsey Branch est détenu à 100% par Credit Suisse AG et est réglementé par la Guernsey Financial Services Commission. Des copies de derniers comptes vérifiés de Credit Suisse AG sont disponibles sur demande. **Inde:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN n° U67120MH1996PTC104392), établissement réglementé par le Securities and Exchange Board of India en qualité d'analyste Research (n° d'enregistrement INH 000001030), de gérant de portefeuille (n° d'enregistrement INP000002478) et de courtier en valeurs mobilières (n° d'enregistrement INZ000248233), et ayant son siège social 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie .Besant. Road, Worli, Mumbai – 400 018, Inde, T- +91-22 6777 3777. **Israël:** Si distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. en Israël: Le présent document est distribué par Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. Credit Suisse AG, y compris les services proposés en Israël, n'est pas soumis à la supervision du Superviseur des Banques de la Banque d'Israël, mais à celle de l'autorité de surveillance bancaire pertinente en Suisse. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. est un promoteur de placements titulaire d'une licence en Israël et ses activités de promotion de placements sont par conséquent soumises à la supervision de l'Autorité Boursière d'Israël. **Italie:** Ce rapport est distribué en Italie par Credit Suisse (Italy) S.p.A., banque de droit italien inscrite au registre des banques et soumise à la supervision et au contrôle de la Banca d'Italia et de la CONSOB. **Liban:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), un établissement financier enregistré au Liban, réglementé par la Banque centrale du Liban («BCL») et titulaire d'une licence bancaire n° 42. Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL est soumis à la législation et aux circulaires de la BCL ainsi qu'à la législation et aux réglementations de la Capital Markets Authority du Liban («CMA»). CSLF est une filiale de Credit Suisse AG et fait partie du Credit Suisse Group (CS). La CMA décline toute responsabilité quant au contenu, à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations présentées dans ce rapport. La responsabilité du contenu du présent rapport est assumée par l'émetteur, ses administrateurs et d'autres personnes tels des experts, dont les opinions sont incluses dans le rapport avec leur consentement. La CMA n'a pas non plus évalué l'adéquation de l'investissement pour tout investisseur particulier ou tout type d'investisseur. Il est expressément entendu dans les présentes que les investissements sur les marchés financiers peuvent présenter un degré élevé de complexité et de risques de perte de valeur et ne pas convenir à tous les investisseurs. CSLF procédera à l'évaluation de l'adéquation de cet investissement sur la base des informations que l'investisseur lui aurait fournies à la date d'une telle évaluation et conformément aux instructions et procédures internes du Credit Suisse. Il est entendu que l'anglais sera utilisé dans tous les documents et communications fournis par le CS et/ou CSLF. En acceptant d'investir dans le produit, l'investisseur confirme expressément et irrévocablement pleinement comprendre et ne pas s'opposer à l'utilisation de la langue anglaise.

(Entités distributrices)

Luxembourg: Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexique:** Le présent document représente la vision de la personne qui fournit ses services à C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») et/ou Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») de sorte que C. Suisse Asesoría et Banco CS se réservent tous deux le droit de changer d'avis à tout moment sans assumer une quelconque responsabilité à cet égard. Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une invitation à réaliser une quelconque opération, et ne remplace pas la communication directe avec votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS avant d'effectuer un placement. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité pour les décisions de placement prises sur la base des informations contenues dans le présent document, car celles-ci peuvent ne pas tenir compte du contexte de la stratégie de placement et des objectifs des clients individuels. Les prospectus, les brochures, les règles de placement des fonds de placement, les rapports annuels ou les informations financières ou informations financières périodiques contiennent toutes les informations utiles aux investisseurs. Ces documents sont disponibles gratuitement directement auprès de l'émetteur des titres et des sociétés de gestion, ou sur le site Internet de la bourse de valeurs mobilière sur laquelle ces titres sont cotés, ainsi qu'auprès de votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Les performances passées et les divers scénarios de marché existants ne garantissent pas les rendements présents ou futurs. Au cas où les informations contenues dans le présent document sont incomplètes ou non claires, veuillez contacter votre responsable chez C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS dès que possible. Il est possible que le présent document subisse des modifications au-delà de la responsabilité de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS. Le présent document est distribué à des fins d'information uniquement et ne remplace pas les Rapports Opérationnels et/ou les Relevés de Compte que vous recevez de C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS en ce qui concerne les Dispositions Générales applicables aux Institutions Financières et autres Entités Juridiques qui fournissent des Services de Placement émises par la Commission Bancaire et Boursière du Mexique («CNBV»). En raison de la nature du présent document, C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'assument aucune responsabilité quant aux informations qu'il contient. Nonobstant le fait que les informations ont été obtenues à partir de ou sur la base de sources considérées comme fiables par C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS, il n'existe aucune garantie quant au fait que ces informations sont exactes ou complètes. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document qui vous est envoyé. Il est recommandé aux investisseurs de s'assurer que les informations fournies correspondent à leurs circonstances personnelles et à leur profil d'investissement, en ce qui concerne toute situation juridique, réglementaire ou fiscale particulière, ou d'obtenir un conseil professionnel indépendant. C. Suisse Asesoría et/ou Banco CS est un conseiller en placement dûment constitué selon la Securities Market Law («LMV») mexicaine et est immatriculé auprès de la National Banking and Securities Commission («CNBV») sous le numéro 30070. Par conséquent, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ne fait pas partie de Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. ou de tout autre groupe financier au Mexique. Selon les dispositions de la LMV et des autres réglementations applicables, C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. n'est pas un conseiller financier indépendant en vertu de sa relation avec Credit Suisse AG, un établissement financier étranger, et de sa relation indirecte avec les entités qui constituent Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V. **Pays-Bas:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Netherlands Branch (la «succursale néerlandaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale néerlandaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), de l'autorité de surveillance néerlandaise, De Nederlandsche Bank (DNB), et de l'autorité néerlandaise des marchés financiers, Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Portugal:** Le présent rapport est distribué par Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Sucursal em Portugal (la «succursale portugaise»), succursale de Credit Suisse (Luxembourg) S.A., société dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg dont le siège social est situé au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. La succursale portugaise est soumise au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), et des autorités de surveillance portugaises, la Banque du Portugal (BdP), la Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM).

Qatar: Cette information a été distribuée par Credit Suisse (Qatar) L.L.C, qui est dûment autorisée et réglementée par la Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) sous le n° de licence QFC 00005. Tous les produits et les services financiers liés ne sont disponibles qu'aux contreparties éligibles ou clients commerciaux (tels que définis par les règles et réglementations de la QFCRA), y compris les individus qui ont opté pour être classés en tant que client commercial avec des actifs nets de plus de 4 millions de QR et qui disposent de connaissances, d'une expérience et d'une compréhension leur permettant de participer à de tels produits et/ou services. Ces informations ne doivent donc pas être communiquées à ni utilisées par des personnes ne répondant pas à ces critères. Comme ce produit/service n'est pas enregistré auprès du QFC ni réglementé par la QFCRA, cette dernière n'est pas tenue de passer en revue ni de vérifier le prospectus ou tout autre document relatif à ce produit/service. En conséquence, la QFCRA n'a pas passé en revue ni approuvé la présente documentation de marketing ni tout autre document associé, n'a pris aucune mesure en vue de vérifier les renseignements figurant dans ce document et n'assume aucune responsabilité à cet égard. Pour les personnes ayant investi dans ce produit/service, il se peut que l'accès aux informations à son sujet ne soit pas équivalent à ce qu'il serait pour un produit/service inscrit auprès du QFC. Le produit/service décrit dans cette documentation de marketing risque d'être illiquide et/ou soumis à des restrictions quant à sa revente. Tout recours à l'encontre de ce produit/service et des entités impliquées pourrait être limité ou difficile et risque de devoir être poursuivi dans une juridiction externe au QFC. Les personnes intéressées à acheter le produit/service proposé doivent effectuer leur propre due diligence à son sujet. Si vous ne comprenez pas le contenu de cette brochure, veuillez consulter un conseiller financier agréé.

(Entités distributrices)

Royaume-Uni: Ce document est distribué par Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) Limited est un établissement autorisé par la Prudential Regulation Authority et réglementé par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Lorsque ce document est distribué au Royaume-Uni par une entité offshore non exemptée en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, les dispositions suivantes s'appliquent: dans la mesure où il est communiqué au Royaume-Uni («UK») ou susceptible d'avoir un effet au Royaume-Uni, le présent document constitue une promotion financière approuvée par Credit Suisse (UK) Limited, qui est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority pour la conduite d'activités de placement au Royaume-Uni. Le siège social de Credit Suisse (UK) Limited est sis Five Cabot Square, Londres, E14 4QR. Veuillez noter que les règles relatives à la protection des clients de détail aux termes du Financial Services and Market Act 2000 du Royaume-Uni ne vous seront pas applicables et que vous ne disposerez pas non plus des éventuelles indemnités prévues pour les «demandeurs éligibles» («eligible claimants») aux termes du Financial Services Compensation Scheme du Royaume-Uni. L'imposition applicable dépend de la situation individuelle de chaque client et peut subir des changements à l'avenir. **Turquie:** Les informations, commentaires et recommandations de placement formulés dans le présent document n'entrent pas dans la catégorie des conseils en placement. Les services de conseil en placement sont des services fournis par des établissements agréés à des personnes ; ils sont personnalisés compte tenu des préférences de ces personnes en matière de risque et de rendement. Les commentaires et les conseils indiqués dans le présent document sont, au contraire, de nature générale. Les recommandations formulées peuvent donc ne pas convenir à votre situation financière ou à vos préférences particulières en matière de risque et de rendement. Par conséquent, prendre une décision de placement en vous fiant uniquement aux informations qui figurent dans le présent document pourrait donner des résultats qui ne correspondent pas à vos attentes. Le présent rapport est distribué par Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, établissement réglementé par le Capital Markets Board of Turkey, dont le siège social est sis Levazim Mahallesi, Koru Sokak n° 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas / Istanbul-Turquie.

Informations importantes pour le pays

Conformément à la résolution de la CVM n° 20/2021 du 25 février 2021, les auteurs de ce rapport certifient par la présente que les opinions exprimées dans ce rapport reflètent entièrement et exclusivement leurs opinions personnelles et que celles-ci ont été rédigées en toute indépendance, y compris par rapport au Credit Suisse. Une partie de la rémunération des auteurs est basée sur différents facteurs, notamment les revenus totaux du Credit Suisse, mais aucune rémunération n'a été, n'est ou ne sera liée à des recommandations ou opinions précises exprimées dans ce rapport. Qui plus est, le Credit Suisse déclare: n'avoir jamais fourni et/ou ne jamais fournir dans le futur de services d'investment banking, de courtage, de gestion d'actifs, d'affaires commerciales ou financières aux sociétés concernées ou à leurs filiales, pour lesquelles le Credit Suisse aurait perçu ou pourrait percevoir des commissions et

frais habituels, et qui constitueraient ou pourraient constituer un intérêt financier ou commercial en lien avec les sociétés ou les titres concernés.

ÉTATS-UNIS: LE PRÉSENT DOCUMENT, EN SA FORME ORIGINALE OU COPIÉE, NE SAURAIT ÊTRE ENVOYÉ, INTRODUIT OU DISTRIBUÉ AUX ÉTATS-UNIS OU À DES PERSONNES IMPOSABLES AUX ÉTATS-UNIS (AU SENS DE LA REGULATION S DU US SECURITIES ACT DE 1933, DANS SA VERSION AMENDÉE).

APAC - AVIS IMPORTANT

Les informations fournies ici constituent du contenu marketing et non de la recherche en investissement. Pour tous, à l'exception des comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Ce document a été préparé par Credit Suisse AG (le «Credit Suisse») à titre d'information générale uniquement. Il ne constitue pas et ne prétend pas fournir une recherche ou une analyse de fond et, par conséquent, ne constitue pas une recherche en investissement ni une recommandation de recherche à des fins réglementaires. Il ne prend pas en compte les objectifs financiers, la situation ou les besoins de quiconque, ces éléments étant des considérations nécessaires avant de prendre toute décision d'investissement. Les informations fournies ne visent pas à fournir une base suffisante pour prendre une décision d'investissement et ne constituent pas une recommandation personnelle ni un conseil en investissement. Le Credit Suisse ne fait aucune déclaration quant à l'adéquation des produits ou services spécifiés dans ce document pour un investisseur particulier. Il ne constitue ni une invitation ni une offre de souscription ou d'achat d'un des produits ou services spécifiés dans ce document ou de participation à une autre transaction. Les seules contraintes juridiques sont stipulées dans la documentation produit applicable ou dans les contrats et confirmations spécifiques préparés par le Credit Suisse. Pour les comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Ce document a été préparé par Credit Suisse AG (le «Credit Suisse») à titre d'information générale uniquement. Il ne constitue pas et ne prétend pas fournir une recherche ou une analyse de fond et, par conséquent, ne constitue pas une recherche en investissement à des fins réglementaires. Il ne prend pas en compte les objectifs financiers, la situation ou les besoins de quiconque, ces éléments étant des considérations nécessaires avant de prendre toute décision d'investissement. Le Credit Suisse ne fait aucune déclaration quant à l'adéquation des produits ou services spécifiés dans ce document pour un investisseur en particulier. Il ne constitue ni une invitation ni une offre de souscription ou d'achat de l'un des produits ou services spécifiés dans ce document ou de participation à toute autre transaction. Les seules contraintes juridiques sont stipulées dans la documentation produit applicable ou dans les contrats et confirmations spécifiques préparés par le Credit Suisse. Pour tous: en ce qui concerne les produits spécifiés dans ce document, le Credit Suisse et/ou ses sociétés affiliées peuvent:

- (i) avoir joué un rôle antérieur dans l'organisation ou le financement des entités affiliées;
- (ii) être une contrepartie dans toute transaction ultérieure en relation avec les entités affiliées; ou alors
- (iii) payer ou avoir payé, ou recevoir ou avoir reçu, une rémunération ponctuelle ou récurrente des entités spécifiées dans ce document dans le cadre de sa/leur rémunération. Ces paiements peuvent être versés ou reçus de tiers.

Le Credit Suisse et/ou ses sociétés affiliées (y compris leurs dirigeants, administrateurs et employés respectifs) peuvent être ou avoir été impliqués dans d'autres transactions avec les entités affiliées spécifiées dans ce document ou d'autres parties spécifiées dans ce document qui ne sont pas divulguées dans le présent document. Le Credit Suisse, pour lui-même et au nom de chacune de ses sociétés affiliées, se réserve le droit de fournir et de continuer à fournir des services, et de traiter et de continuer à traiter avec les entités visées des produits spécifiés dans ce document ou d'autres parties en rapport avec tout produit spécifié dans ce document. Le Credit Suisse ou ses sociétés affiliées peuvent également détenir des positions de négociation dans les capital-actions de l'une des entités affiliées spécifiées dans ce document.

Pour tous, à l'exception des comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Une société affiliée du Credit Suisse peut avoir agi sur la base des informations et de l'analyse contenues dans ce document avant que ce dernier ait été mis à la disposition du destinataire. Une société affiliée du Credit Suisse peut, dans la mesure permise par la loi, participer ou investir dans d'autres opérations de financement avec l'émetteur de tout titre visé aux présentes, fournir des services ou solliciter des affaires auprès de ces émetteurs, ou avoir une

position ou effectuer des transactions sur les titres ou options de ceux-ci. Dans toute la mesure permise par la loi, le Credit Suisse et ses sociétés affiliées et chacun de leurs responsables, employés et conseillers respectifs déclinent toute responsabilité découlant d'une erreur ou d'une omission dans ce document ainsi que toute perte directe, indirecte, fortuite, spécifique ou consécutive et/ou les dommages subis par le destinataire de ce document ou par toute autre personne du fait de l'utilisation ou de la confiance accordée aux informations contenues dans ce document. Ni le Credit Suisse ni ses sociétés affiliées (ou leurs responsables, agents, employés ou conseillers respectifs) ne fournissent de garantie et ne font de déclaration quant à l'exactitude, la fiabilité et/ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Les informations contenues dans ce document ont été fournies à titre de commentaire général du marché uniquement et ne constituent aucune forme de conseil financier, juridique, fiscal ou autre service réglementé. Les observations et opinions contenues dans ce document peuvent être différentes ou incompatibles avec les observations et opinions des analystes de Credit Suisse Research, d'autres divisions ou des positions exclusives du Credit Suisse. Le Credit Suisse n'a aucune obligation de mettre à jour, notifier ou fournir des informations supplémentaires à quiconque si le Credit Suisse a connaissance d'une information inexacte, incomplète ou modifiée dans le document. Dans la mesure où ce document contient des déclarations sur les performances futures, ces déclarations sont de nature prospective et sujettes à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Pour les comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Une société affiliée du Credit Suisse peut avoir agi sur la base des informations et de l'analyse contenues dans ce document avant que ce dernier ait été mis à la disposition du destinataire. Une société affiliée du Credit Suisse peut, dans la mesure permise par la loi, participer ou investir dans d'autres opérations de financement avec l'émetteur de tout titre visé aux présentes, fournir des services ou solliciter des affaires auprès de ces émetteurs, ou avoir une position ou effectuer des transactions sur les titres ou options de ceux-ci. Dans toute la mesure permise par la loi, le Credit Suisse et ses sociétés affiliées et chacun de leurs responsables, employés et conseillers respectifs déclinent toute responsabilité découlant d'une erreur ou d'une omission dans ce document ainsi que toute perte directe, indirecte, fortuite, spécifique ou consécutive et/ou les dommages subis par le destinataire de ce document ou par toute autre personne du fait de l'utilisation ou de la confiance dans les informations contenues dans ce document. Ni le Credit Suisse ni ses sociétés affiliées (ou leurs responsables, agents, employés ou conseillers respectifs) ne fournissent de garantie et ne font de déclaration quant à l'exactitude, la fiabilité et/ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document. Les informations contenues dans ce document ont été fournies à titre de commentaire général du marché uniquement et ne constituent aucune forme de service juridique, fiscal ou autre réglementé. Les observations et opinions contenues dans ce document peuvent être différentes ou incompatibles avec les observations et opinions des analystes de Credit Suisse Research, d'autres divisions ou des positions exclusives du Credit Suisse. Le Credit Suisse n'a aucune obligation de mettre à jour, notifier ou fournir des informations supplémentaires à quiconque si le Credit Suisse a connaissance d'une information inexacte, incomplète ou modifiée dans le document. Dans la mesure où ce document contient des déclarations sur les performances futures, ces déclarations sont de nature prospective et sujettes à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Pour tous: Ce document n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par toute personne ou entité citoyenne ou résidente d'une juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire à une loi ou réglementation applicable, ou qui soumettrait le Credit Suisse et/ou ses filiales ou sociétés affiliées à une obligation d'enregistrement ou de licence dans cette juridiction. Les documents ont été fournis au destinataire et ne doivent pas être redistribués sans l'autorisation écrite expresse et préalable du Credit Suisse. Pour plus d'informations, veuillez contacter votre chargé de clientèle.

Dans la mesure où ce document contient une annexe comprenant des rapports d'analyse, l'avis supplémentaire suivant s'applique à cette annexe.

AVIS IMPORTANT SUPPLÉMENTAIRE RELATIF À L'ANNEXE

Les rapports en annexe («Rapports») ont été rédigés par des membres du département Credit Suisse Research et les informations et opinions qui y sont exprimées datent de la date de rédaction et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Dans les Rapports, les opinions exprimées au sujet d'un titre particulier peuvent être différentes ou incompatibles avec les observations et opinions du département Credit Suisse Research de la division Investment Banking en raison des différences dans les critères d'évaluation. Ces Rapports ont déjà été publiés par Credit Suisse Research sur le Web:

AVIS IMPORTANT SUPPLÉMENTAIRE RELATIF À L'ANNEXE

Le Credit Suisse fait et cherche à faire des affaires avec les entreprises couvertes par ses rapports d'analyse. Par conséquent, les investisseurs doivent être conscients du fait que le Credit Suisse peut avoir un conflit d'intérêts susceptible d'affecter l'objectivité de ces Rapports.

Pour tous, à l'exception des comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Le Credit Suisse peut n'avoir pris aucune mesure pour garantir que les titres mentionnés dans ces Rapports conviennent à un investisseur en particulier. Le Credit Suisse ne traitera pas les destinataires des Rapports comme ses clients du fait de la réception des Rapports. Pour les comptes gérés par des chargés de clientèle et/ou des conseillers en placement de Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong: Le Credit Suisse peut n'avoir pris aucune mesure pour garantir que les titres mentionnés dans ces Rapports conviennent à un investisseur en particulier. Le Credit Suisse ne traitera pas les destinataires des Rapports comme ses clients du fait de la réception des Rapports. Pour tous: Pour connaître les risques d'un placement dans les titres mentionnés dans les Rapports, veuillez consulter le lien Internet suivant: <https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Pour connaître les informations à fournir sur les sociétés notées par Credit Suisse Investment Banking mentionnées dans ce rapport, veuillez consulter le site de divulgation de la division Investment Banking à l'adresse suivante:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Pour plus d'informations, y compris les divulgations concernant tout autre émetteur, veuillez consulter le site Credit Suisse Global Research Disclosure à l'adresse suivante:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

AUSTRALIE Ce document est distribué en Australie par Credit Suisse AG, succursale de Sydney, uniquement à des fins d'information et uniquement aux personnes qui sont des «clients grossistes» (au sens de l'article 761G(7) du Corporations Act). Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne garantit pas la performance des produits financiers mentionnés dans le présent document. En Australie, les entités du Credit Suisse Group autres que Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne sont pas des établissements de dépôt agréés au sens de la loi bancaire de 1959 (Cth.) et leurs obligations ne couvrent pas les dépôts ou autres engagements de Credit Suisse AG, succursale de Sydney. Credit Suisse AG, succursale de Sydney, ne garantit pas les obligations de ces entités du Credit Suisse ou des fonds. **HONG KONG** Ce document est distribué à Hong Kong par Credit Suisse AG, succursale de Hong Kong, une institution autorisée réglementée par l'Autorité monétaire de Hong Kong et une institution enregistrée réglementée par la Securities and Futures Commission, et a été préparé conformément à l'article 16 du «Code de conduite pour les personnes agréées ou inscrites auprès de la Securities and Futures Commission». Le contenu de ce document n'a été examiné par aucune autorité de réglementation à Hong Kong. Il vous est conseillé de faire preuve de prudence par rapport à toute offre. Si vous avez le moindre doute sur le contenu de ce document, sollicitez un conseil professionnel indépendant. Personne ne peut avoir émis ou avoir en sa possession dans le but de le distribuer, que ce soit à Hong Kong ou ailleurs, une publicité, une invitation ou un document relatif à ce produit, qui est destiné à, ou dont le contenu est susceptible d'être consulté ou lu par, le public de Hong Kong (sauf si les lois sur les valeurs mobilières de Hong Kong le permettent) ailleurs que là où ce produit est ou doit être remis uniquement à des personnes en dehors de Hong Kong ou uniquement à des «investisseurs professionnels» tels que définis dans l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Chap. 571) de Hong Kong et les règles qui en découlent. **SINGAPOUR**: Ce document est distribué à Singapour par Credit Suisse AG, succursale de Singapour, qui est autorisée par l'Autorité monétaire de Singapour en vertu de la Loi bancaire (Chap. 19) à exercer des activités bancaires. Ce rapport a été préparé et publié pour distribution à Singapour aux investisseurs institutionnels, aux investisseurs accrédités et aux investisseurs experts (chacun tel que défini dans le Règlement sur les conseillers financiers («FAR»)) uniquement. Credit Suisse AG, succursale de Singapour, peut distribuer des rapports produits par ses entités ou sociétés affiliées étrangères conformément à un accord en vertu de la disposition 32C du FAR. Les destinataires singapouriens doivent contacter Credit Suisse AG, succursale de Singapour au + 65-6212-2000 pour les questions découlant de ce rapport ou en lien avec celui-ci. En vertu de

vosre statut d'investisseur institutionnel, d'investisseur accrédité ou d'investisseur expert, Credit Suisse AG, succursale de Singapour, est dispensé de se conformer à certaines exigences en vertu de la loi sur les conseillers financiers, Chapitre 110 de Singapour (la «FAA»), du FAR et des avis et directives pertinents publiés en vertu des présentes, concernant tout service de conseil financier que Credit Suisse AG, succursale de Singapour, peut vous fournir. Ces documents de référence incluent des exemptions suivantes:

- (i) L'article 25 de la FAA (conformément au Règlement 33(1) du FAR);
- (ii) L'article 27 de la FAA (conformément à la disposition 34(1) du FAR); et
- (iii) L'article 36 de la FAA (conformément à la disposition 35(1) du FAR).

Les destinataires de Singapour doivent contacter Credit Suisse AG, succursale de Singapour, pour toute question découlant de ce document ou en rapport avec celui-ci.

Si vous avez des questions ou objections concernant la réception de documents marketing de notre part, veuillez contacter notre délégué à la protection des données à l'adresse dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de HK) ou PDPO.SGD@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de SG) ou csau.privacyofficer@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de Sydney).

(pour Credit Suisse AG, succursale de HK) ou PDPO.SGD@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de SG) ou csau.privacyofficer@credit-suisse.com (pour Credit Suisse AG, succursale de Sydney).

L'ensemble du contenu de ce document est protégé par la loi sur les droits d'auteur (tous droits réservés). Ce document, en tout ou partie, ne peut être reproduit, transmis (électroniquement ou autrement), modifié ou utilisé à des fins publiques ou commerciales

sans l'autorisation écrite préalable du Credit Suisse. © 2021, Credit Suisse Group AG et/ou ses sociétés affiliées. Tous droits réservés. Credit Suisse AG (Unique Entity Number à Singapour: S73FC2261L) est constitué en Suisse avec une responsabilité limitée.

21C014A_IS

Autres publications du Credit Suisse

Prévoyance vieillesse

Retraite anticipée: de plus en plus compliquée

L'étude se penche sur le comportement en matière de retraite de la population suisse. Les départs en retraite anticipée sont répandus, mais entraînent toutefois des pertes de rente substantielles. Compte tenu de la baisse des prestations des caisses de pension, opter pour une retraite anticipée va sans doute devenir encore plus compliqué à l'avenir.
(credit-suisse.com/etudeprevoyance)

22 septembre 2020

Enquête sur le marché financier suisse

Septembre 2021

CFA Society Switzerland et le Credit Suisse mènent une enquête mensuelle auprès des analystes financiers depuis janvier 2017. Les questions portant sur le thème de l'investissement ESG posées une fois par an montrent que les critères de durabilité jouent un rôle pour 90% des analystes financiers.

29 septembre 2021

Marché de l'immobilier de bureau en 2022

L'étude sur le marché de l'immobilier de bureau publiée chaque année analyse les effets de la conjoncture économique, les défis actuels et les changements structurels dans le segment de l'immobilier de bureau suisse.
(credit-suisse.com/moniteurimmobilier)

8 décembre 2021

Moniteur Suisse

4^e trimestre 2021

Le Moniteur Suisse (credit-suisse.com/moniteursuisse) analyse et anticipe l'évolution de l'économie suisse.

14 décembre 2021



Credit Suisse

Investment Solutions & Products

Case postale 300

CH-8070 Zurich

credit-suisse.com