

# Greenium : les nouveaux catalyseurs en 2022



**Agathe Foussard**

CFA<sup>1</sup>, Gérante de portefeuilles



**Nelson Ribeirinho**

Gérant de portefeuilles, Analyste Crédit Senior

Le Greenium – c'est-à-dire le rendement concédé par les investisseurs aux entreprises émettrices d'une obligation verte par rapport à celui qu'ils auraient exigé de ces mêmes entreprises pour une obligation conventionnelle de même maturité et de même coupon – a longtemps été perçu comme versatile, évoluant au gré des saisons dans un sens ou dans l'autre, pour finalement devenir une problématique incontournable de 2020.

Depuis notre dernière étude en 2021 ([Greenium Un allié, source d'opportunités](#)), le Greenium qui n'est pour nous que le fruit d'un déséquilibre entre l'offre et la demande tend à se réduire, mais reste sensible au contexte d'aversion au risque croissante et de forte volatilité.

**Au travers de cette nouvelle étude nous nous penchons sur ce qui nous semble être les nouveaux catalyseurs du Greenium en 2022 : les taux positifs, la consécration qu'est la taxonomie européenne, l'émergence des Sustainability Linked Bonds<sup>2</sup> et la « concurrence » qu'ils représenteraient pour les obligations vertes, et enfin le changement de notation moyenne des indices ou de l'univers.**

Le Greenium s'établit aujourd'hui<sup>3</sup> à 2,64 pb en écart de rendement (ou « spread de crédit »<sup>4</sup>) après avoir atteint 1,50 pb courant janvier.

**Nous voyons un point d'équilibre en 2022 à 2 pb en senior**, avec plus précisément 5 pb sur les dettes senior des entreprises privées (dits « corporate » hors financières) et 6 pb hors services aux collectivités, gouvernements et financières. Au sein de ces secteurs, il serait naturel que **les obligations vertes des services aux collectivités ou des banques affichent un Greenium faible voire nul** car toutes leurs dettes pourraient devenir vertes, et les banques ne peuvent émettre de Sustainability Linked Bonds<sup>1</sup> (SLBs) qui sont incompatibles avec la réglementation à ce stade.

## Greenium « Corporate »



Source : Natixis

1.CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques appartenant au CFA Institute.

2.Les SLBs, pour « sustainability-linked bonds », sont des obligations conventionnelles à ceci près qu'elles fixent un objectif « durable » à atteindre avant une échéance sous peine de payer plus d'intérêts, souvent mais pas toujours en lien avec les ODD, objectifs de développement durables de l'ONU. Leurs principes sont énoncés sous ce lien par l'ICMA (association de marchés de capitaux qui statue sur des standards de marchés).

3.Données au 15/03/2022. Source : Mirova.

4.Ecart entre le taux d'un titre de crédit et le taux swap de même maturité.

Les obligations vertes du secteur automobile généraient également peu de Greenium, en partant du principe que leurs besoins de financements sont liés aux véhicules « propres », qui participent à une mobilité décarbonée.

La grande inconnue dans « l'équation » du Greenium reste la prédominance des Sustainability-Linked Bonds, qui ont submergé le marché primaire l'année dernière avec plus de 100 Md\$ émis. Les Sustainability-Linked Bonds affichent une flexibilité, car les objectifs sont pour ainsi dire à la main de l'entreprise, ce qui n'est pas le cas pour les obligations vertes, durables et sociales.

On pourrait donc penser que certains secteurs, notamment cycliques soient tentés par ce format : pour ces secteurs, le Greenium sera **fonction de la proportion d'obligations vertes émises vs conventionnelles vs SLBs, donc probablement plus élevé.**

La concurrence des Sustainability-Linked-Bonds vs obligations vertes et durables, comme nous le verrons plus tard, est déterminante.

Les événements récents avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont créé un contexte d'aversion au risque avec un écartement des spreads de crédit. Dans ce contexte, il semblerait que les émissions vertes et durables ont tendance à mieux se comporter (à être moins vendues), faisant preuve d'une résilience accrue qui tient i) au caractère plus défensif de l'univers des obligations vertes et ii) à leurs caractéristiques d'impact recherchée. iii) à leur base d'investisseurs dont l'horizon de placement est supposé plus long.

## GREENIUM : NOTRE MÉTHODOLOGIE

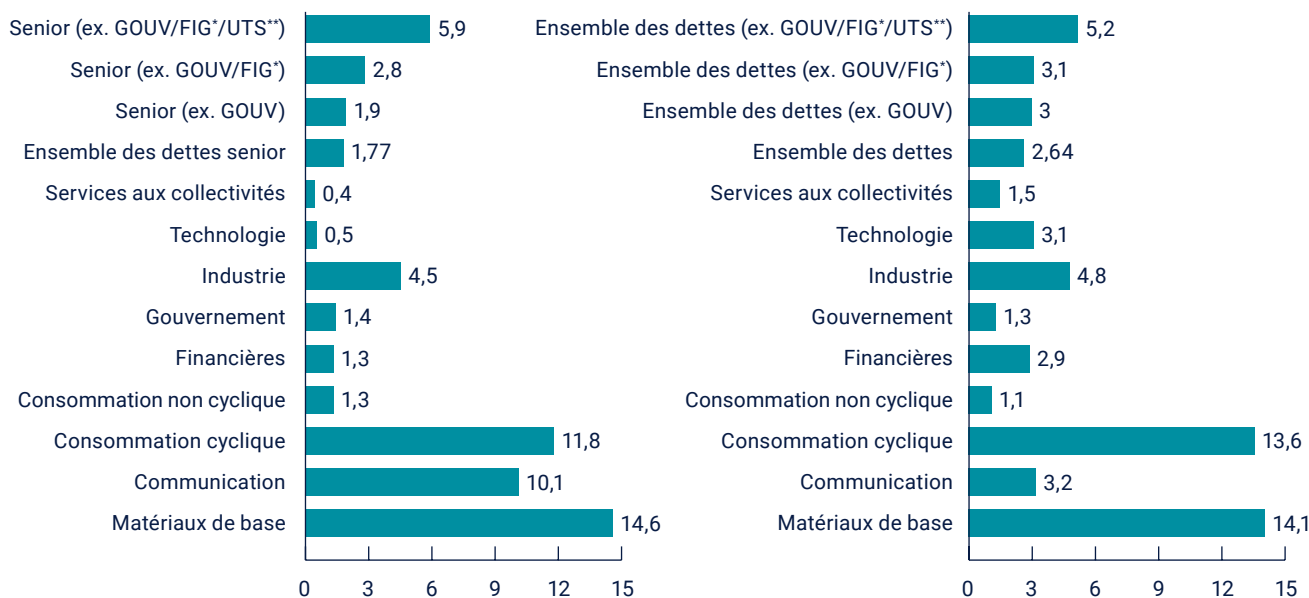
Cette publication s'inscrit dans la continuité d'une précédente, publiée en 2021 et consultable sur le lien suivant [Greenium Un allié, source d'opportunités](#). La méthodologie de calcul y est détaillée. Le Greenium est pour rappel exprimé en pb d'écart de rendement ou spreads de crédit dans l'univers libellé en euro (soit 460 Greenium calculés). Il s'agit du nombre de pb de rendement concédé du point de vue de l'investisseur, soit un Greenium de 3 pb<sup>5</sup>.

### *Greenium par secteur : une disparité liée au nombre d'obligations vertes et d'émetteurs*

Appliquée à l'échelle du secteur d'émission, la relation offre/demande confirme nos attentes : le Greenium est moindre sur des secteurs au sein desquels les obligations conventionnelles sont amenées à devenir minoritaires, au profit des obligations vertes à savoir les services aux collectivités ou encore les financières. Le secteur des services aux collectivités étant au cœur de la transition énergétique et environnementale, il émet structurellement beaucoup d'obligations vertes. Les financières quant à elles ont d'importants besoins de financements et quantités d'actifs verts, le plus souvent immobiliers, à financer.

Dans la continuité de notre étude de 2021, les secteurs cycliques présentent un Greenium plus élevé à l'instar

	Greenium estimé	Nombre d'émissions		Greenium estimé	Nombre d'émissions
Dette Senior (ex. GOUV)	1,9	342	Ensemble des dettes (ex. GOUV)	2,9	370
Dette Senior (ex. GOUV/FIG*)	2,8	133	Ensemble des dettes (ex. GOUV/FIG*)	3,2	148
Dette Senior (ex. GOUV/FIG*/UTS**)	5,9	65	Ensemble des dettes (ex. GOUV/FIG*/UTS**)	4,8	70



5.Source : Natixis

\*FIG= Institutions financières, \*\*UTS= Services aux collectivités.

Sources : Mirova as of 21/03/22, Bloomberg

du secteur de la consommation dont le développement sur le marché des obligations vertes en est encore à ses balbutiements.

### Un marché plus profond en 2021 : cette tendance perdurera-t-elle en 2022 ?

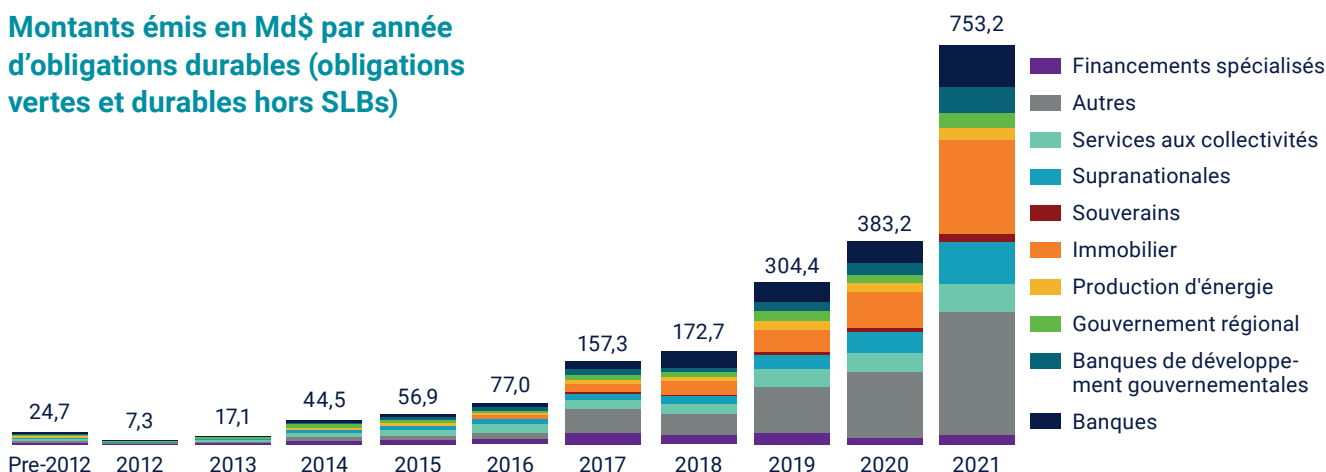
Chaque année bat des records. Depuis 2012, la taille du marché se multiplie de 1,6 fois par an en moyenne.

2021 a vu les tendances constatées en 2020 se confirmer, et de nouveaux formats émerger. L'encours des émissions

durables (qui combinent à la fois projets sociaux et verts) et sociales représentent chacune plus de 350Mds\$ sur le marché.

De nouveaux secteurs se développent, à l'instar des cycliques. Les constructeurs automobiles et leurs fournisseurs émettent régulièrement pour financer la fabrication de véhicules plus propres. **Le secteur de la chimie a fait quelques incursions sur le marché des obligations vertes également.** La plus forte évolution par volume d'émission reste celle des Sustainability-Linked-Bonds. Nous y reviendrons par la suite.

### Montants émis en Md\$ par année d'obligations durables (obligations vertes et durables hors SLBs)



### Emissions de dette durable (milliards de dollars) par industrie émettrice



Sources :  
Bloomberg NEF  
au 31/12/2021

### 2022 : Plus d'émissions mieux notées : qualité et quantité au rendez-vous ?

Pour l'année à venir, nous prévoyons un volume d'émission toujours en forte croissance (près de 1000 Mds \$). L'Union Européenne se situe en tête de file avec ses programmes conséquents d'émissions [NextGenEU](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_21_3541), qui représentent près de 700 Md€ au global. En outre, en juillet 2021, la Commission Européenne a présenté la série de propositions « Fit for 55 »<sup>6</sup>, visant à tenir l'objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 55 % au moins en 2030 par rapport à 1990. Ces propositions ont confirmé l'intention de placer l'Europe à l'avant-garde de la lutte contre le réchauffement climatique, à la fois en termes d'ho-

rizon temporel et d'implications sectorielles, les objectifs touchant l'ensemble des secteurs de l'économie et devant pour la plupart être atteints à horizon 2030. Depuis le début de l'année, la guerre en Ukraine a souligné plus que jamais la nécessité de l'indépendance énergétique de l'Europe : la Commission a ainsi dévoilé le 8 mars dernier l'ébauche de plan « REPowerEU »<sup>7</sup> visant à rendre l'Europe indépendante des combustibles fossiles russes « bien avant 2030 ». L'émission de dettes communes « REPowerEU » par l'Union Européenne sous format vert nous semble possible après d'après négociations entre états membres.

6. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP\\_21\\_3541](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/IP_21_3541)

7. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip\\_22\\_1511](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip_22_1511)

## CERTAINES CLASSES D'ACTIFS VONT FAIRE LEUR GRAND RETOUR QUAND D'AUTRES VONT SE RENFORCER.

2022 sera également placée sous le signe du grand retour des senior preferred bancaires et des covered bonds green émis par les banques (ces instruments, considérés comme valeurs refuge financent des bâtiments verts). La fin supposée du **TLTRO III** (une opération monétaire de 1 310 M€ de prêts consentis aux banques européennes par la BCE, à taux préférentiels, remboursables dès mi-2022) impliquera des émissions conséquentes.

Ainsi, à mesure que les banques centrales deviennent moins accommodantes, les obligations sécurisées<sup>8</sup> (« covered bonds » dont plus de 50% sont notées AAA) et les dettes seniors bancaires<sup>9</sup> (souvent notées au-dessus de A), qui domineront probablement les émissions des entreprises privées alors que de plus en plus de pays, inauguraux ou existants, placeront leurs dettes.

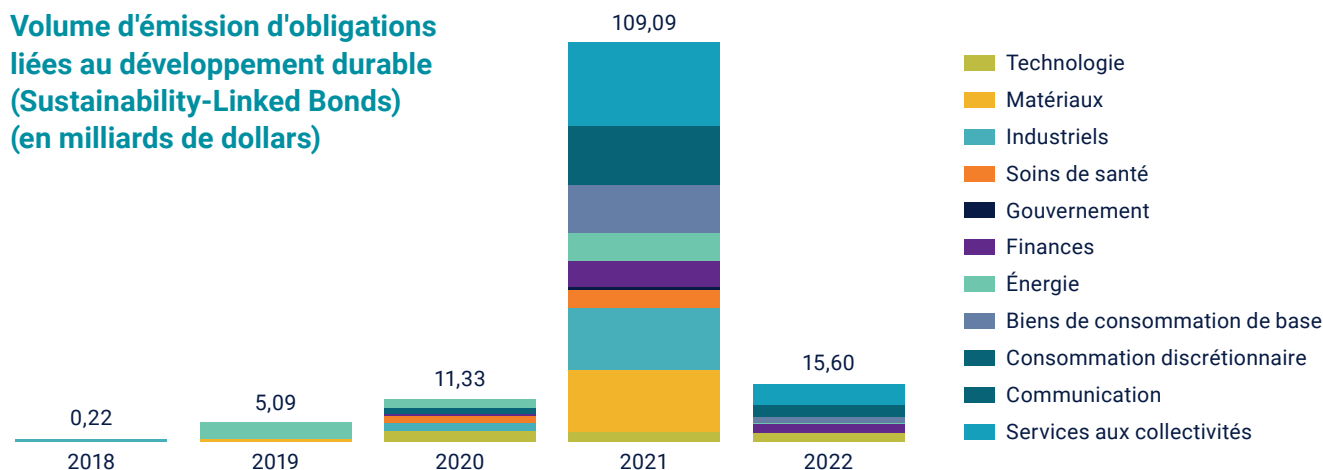
**Au niveau sectoriel, les énergéticiens et services d'utilités publiques seront, comme à l'accoutumée, de la partie.** Le secteur automobile et ses fournisseurs ne devraient pas être en reste et émettre de manière soutenue.

Cette année marquera donc une évolution de l'indice qui s'articulera comme suit : **une meilleure notation moyenne, avec plus de notations A et supérieures, vraisemblablement encore plus de financières donc un plus fort poids des actifs immobiliers dans les Use of Proceeds (ou utilisation des fonds<sup>10</sup>),** possiblement plus d'obligations « taux » (souverains, supranationaux, agences auxquels nous ajoutons les covered bonds) par opposition aux obligations « crédit » (entreprises privées). Par conséquent, nous nous attendons à une convergence structurelle des indices Green Bond vers les indices « conventionnels » Global Aggregate.

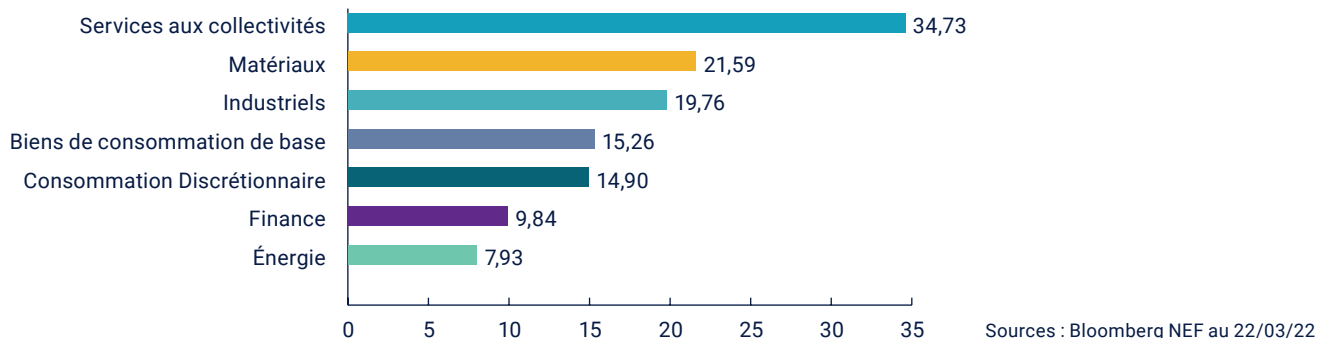
### Les Sustainability Linked Bonds : ce « petit » détail vecteur de Greenium ?

L'inconnue dans l'équation du Greenium reste la progression des Sustainability-Linked bonds qui ont submergé le marché primaire l'année dernière avec plus de 100 Md\$ émis.

### Volume d'émission d'obligations liées au développement durable (Sustainability-Linked Bonds) (en milliards de dollars)



### Émissions de dette durable (milliards de dollars) par industrie émettrice



8. Les obligations sécurisées sont des titres de créance émis par une banque ou une institution hypothécaire, garantis par un pool d'actifs tels que des prêts hypothécaires.

9. La dette senior se caractérise par une priorité de paiement et des garanties spécifiques par rapport à d'autres dettes dites "subordonnées".

10. Les projets financés doivent être correctement décrits, et attester d'un bénéfice environnemental.

**Séduits par la flexibilité des SLBs** dont les objectifs sont pour ainsi dire à la main de l'entreprise, certains se détourneraient des green bonds, sustainable ou social bonds. Après tout, n'importe quelle entreprise peut émettre un SLBs instantanément mais il n'en est pas de même pour un green bonds.

Tout un chacun doit surveiller l'évolution de cette classe d'actifs, déterminante pour le Greenium. En effet, les secteurs émettant beaucoup de SLBs relativement aux green bonds creuseront le Greenium. Nous pensons ici aux industriels (exception faite de l'industrie automobile qui fléchera aisément ses CapEx « verts »), mais aussi la consommation, et aux secteurs pharmaceutique ou technologique, ou toute entreprise dont le levier opérationnel est faible, c'est à dire avec une dominante d'OpEx et de coûts variables.

C'est également le cas sur le marché du haut rendement où finalement peu d'émetteurs (à part des entreprises de pays émergents) se sont essayés à émettre des obligations vertes, leurs préférant les SLBs.

### *Banques et SLBs : le mariage impossible ?*

A contrario, le secteur financier, notamment bancaire, risque de ne pas en émettre : **la réglementation bancaire fait qu'il est déconseillé d'émettre des SLBs pour les banques ce qui les force de facto à jeter leur dévolu sur les obligations vertes en choisissant les formats (dans cet ordre) : covered, senior, puis subordonnée s'il reste assez d'actifs fléchés à financer.**

Le fléchage des banques et donc des émissions ne sera qu'accru avec l'alignement sur la taxonomie européenne.

Reste maintenant aux banques à défricher leurs bilans pour flécher leurs actifs verts.

### *Les primes SLBs : ou calculer l'incomparable ?*

Les SLBs, auxquels nous associons peu « d'additionalité », bien que nous leur reconnaissons un certain potentiel, si utilisé à bon escient, sont une classe d'actifs que nous suivons de près.

Calculer, à l'image des green bonds, un Greenium nous tient à cœur. La classe d'actifs comportent néanmoins plusieurs options. En somme, les SLBs sont moins uniformes et standardisés : infinités d'indicateurs clés de performance (Key Performance Indicators ou KPIs), ampleur de la pénalité qui diffère, pénalité qui est fonction de la difficulté d'atteindre les KPIs (plus cela est facile plus la pénalité est élevée, plus cela est difficile plus la pénalité est faible), horizons et temporalités de la pénalité et des KPIs, sans parler de la forme.

**Le Greenium en 2022 devrait donc évoluer dans un nouvel univers de taux positifs, marqué par la consécration de la Taxonomie Européenne et par la convergence de la structure des indices Green Bonds vers des indices plus conventionnels Global Aggregate. En outre, l'émergence des Sustainability Linked Bonds pourrait constituer un frein au développement du marché des obligations, et ainsi à la diminution du Greenium sur certains secteurs.**

## Informations légales

### A propos de Mirova

Mirova est une société de gestion dédiée à l'investissement durable et un affilié de Natixis Investment Managers. Grâce à sa gestion de conviction, l'objectif de Mirova est de combiner recherche de création de valeur sur le long terme et développement durable. Pionniers dans de nombreux domaines de la finance durable, les talents de Mirova ont pour ambition de continuer à innover afin de proposer à leurs clients des solutions à fort impact environnemental et social. Mirova et ses affiliés gèrent 28,6 Milliards d'euros au 31 décembre 2021. Mirova est une société à mission, labellisée B Corp\*.

\*La référence à un label ne préjuge pas de la performance future des fonds ou de ses gérants.

Ces informations sont destinées à des professionnels au sens de la directive MIF. Si tel n'est pas le cas et si vous receviez ce Document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à Mirova.

Cette présentation est un document non contractuel à caractère purement informatif.

Cette présentation et son contenu ne constituent pas une invitation, un conseil ou une recommandation de souscrire, acquérir ou céder des parts émises ou à émettre par les fonds gérés par la société de gestion Mirova. Les services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier. Mirova ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans cette présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement.

L'information contenue dans ce document est fondée sur les circonstances, intentions et orientations actuelles et peuvent être amenées à être modifiées. Bien que Mirova ait pris toutes les précautions raisonnables pour vérifier que les informations contenues dans cette présentation sont issues de sources fiables, plusieurs de ces informations sont issues de sources publiques et/ou ont été fournies ou préparées par des tiers. Mirova ne porte aucune responsabilité concernant les descriptions et résumés figurant dans ce document. Mirova ne s'engage en aucune manière à garantir la validité, l'exactitude, la pérennité ou l'exhaustivité de l'information mentionnée ou induite dans ce document ou toute autre information fournie en rapport avec le fonds. Les destinataires doivent en outre noter que cette présentation contient des informations prospectives, délivrées à la date de cette présentation. Mirova ne s'engage pas à mettre à jour ou à réviser toute information prospective, que ce soit en raison de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou pour toute autre raison. Mirova se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment, sans préavis.

Les informations contenues dans ce document sont la propriété de Mirova. La distribution, possession ou la remise de cette présentation dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer.

La politique de vote et d'engagement de Mirova ainsi que les codes de transparence sont disponibles sur son site Web : [www.mirova.com](http://www.mirova.com).

Document non contractuel, rédigé en mars 2022.

---

#### MIROVA

Société de gestion de portefeuille  
Société Anonyme  
RCS Paris n°394 648 216  
Agrément AMF n° GP 02-014  
59, Avenue Pierre Mendès France - 75013 - Paris  
Mirova est un affilié de Natixis Investment Managers.

#### NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Société anonyme  
RCS Paris 453 952 681  
43, Avenue Pierre Mendès France - 75013 - Paris  
Natixis Investment Managers est une filiale de Natixis.

#### NATIXIS INVESTMENT MANAGERS INTERNATIONAL

Société de gestion de portefeuille - Société Anonyme  
RCS Paris 329450738 - Agrément AMF n° GP 90-009  
43, Avenue Pierre Mendès France - 75013 - Paris  
Natixis Investment Managers International est un affilié de Natixis Investment Managers.

#### MIROVA U.S.

888 Boylston Street, Boston, MA 02199. Tel : 857-305-6333  
Mirova US est une filiale implantée aux États-Unis, détenue par Mirova. Mirova US et Mirova ont conclu un accord selon lequel Mirova fournit à Mirova US son expertise en matière d'investissement et de recherche. Mirova US combine sa propre expertise et celle de Mirova lorsqu'elle fournit des conseils à ses clients.