

# Obligations durables : discernement impératif face à l'explosion du marché



**Olivier Vietti**

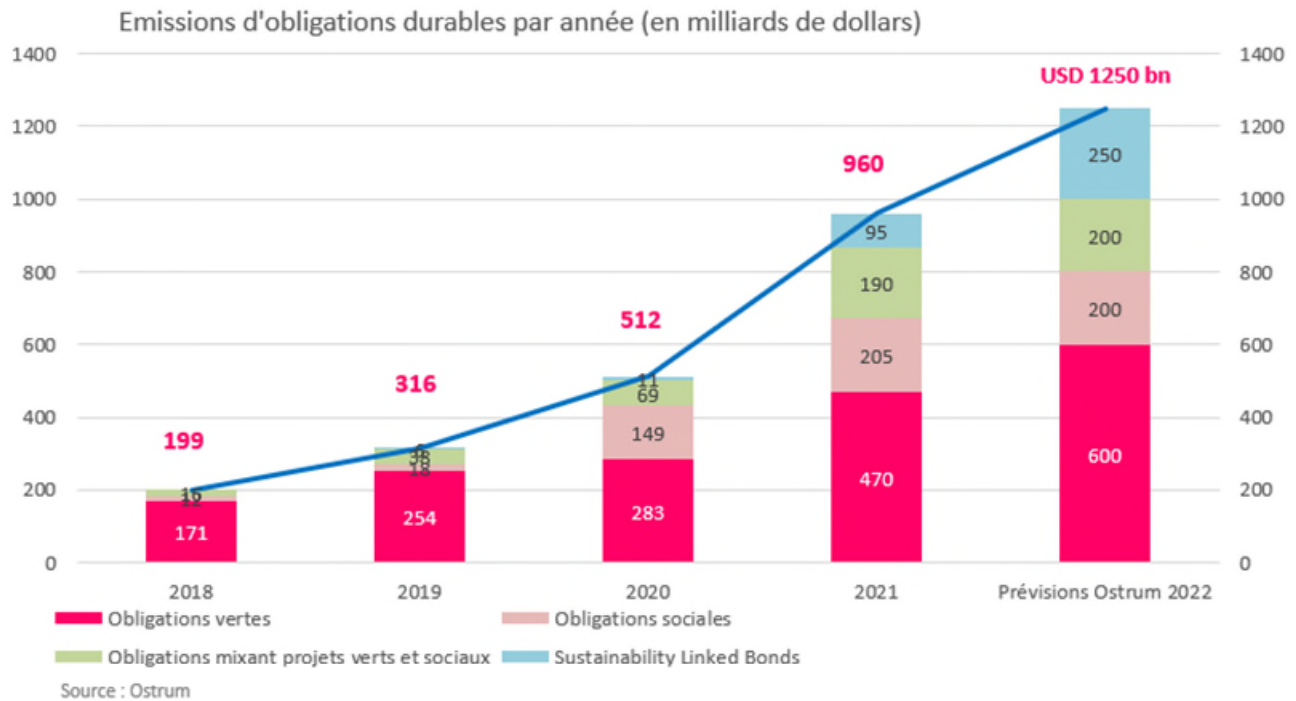
Gérant obligataire senior spécialisé dans les obligations durables

**Face à la diversification du marché, en termes d'émetteurs et de diversification de titres, une analyse exigeante est impérative. Car le greenwashing est en embuscade.**

Depuis la signature de l'Accord de Paris sur le climat, le 12 décembre 2015, la finance durable a connu un essor sans précédent. Le changement climatique est devenu une priorité pour l'ensemble des agents économiques. Dans cet environnement, les marchés obligataires internationaux sont apparus comme un outil efficace pour répondre aux besoins de financement considérables que cela implique. En outre, la crise sanitaire a mis en évidence le besoin de financements spécifiques à vocation sociale. Le marché des obligations durables est de plus en plus varié avec l'apparition de nouveaux outils (voir glossaire). Il a connu une forte croissance en 2021, avec près de 960 milliards de dollars de nouvelles émissions. Bien supérieure aux attentes, cette hausse de 80 % par rapport à l'année précédente s'explique par deux phénomènes. D'une part, une dynamique est toujours forte sur le segment des obligations vertes. Elles ont représenté l'an dernier la moitié du total des émissions. D'autre part, le développement des nouveaux instruments comme les obligations liées à des objectifs de durabilité (Sustainability Linked Bond – SLB) ou bien les obligations sociales.

## Green bonds, un rôle moteur...

Avec un volume d'émission en hausse de près de 66 % par rapport à l'année précédente, les obligations vertes ont continué de jouer un rôle moteur. Les entreprises sont restées les principales émettrices de projets verts, soutenues par des politiques internes visant à réduire leurs émissions carbone et à accroître leur efficacité énergétique. Le marché des dettes souveraines est néanmoins resté dynamique. De nouveaux États sont ainsi venus se refinancer, comme l'Italie ou l'Espagne. Le Royaume-Uni, lui, a rassemblé près de 100 milliards de livres sterling de demande pour son émission inaugurale. Autre facteur de la croissance du marché : les Sustainability Linked Bonds. Depuis leur création en 2020, les attentes sur ce marché étaient élevées : elles ont été comblées en 2021 ! Le montant de ces nouvelles émissions a en effet été multiplié par plus de dix, à près de 100 milliards de dollars. De nouveaux émetteurs, principalement issus de la catégorie haut rendement (high yield), ont ainsi saisi l'opportunité de se refinancer à travers ce nouvel instrument.

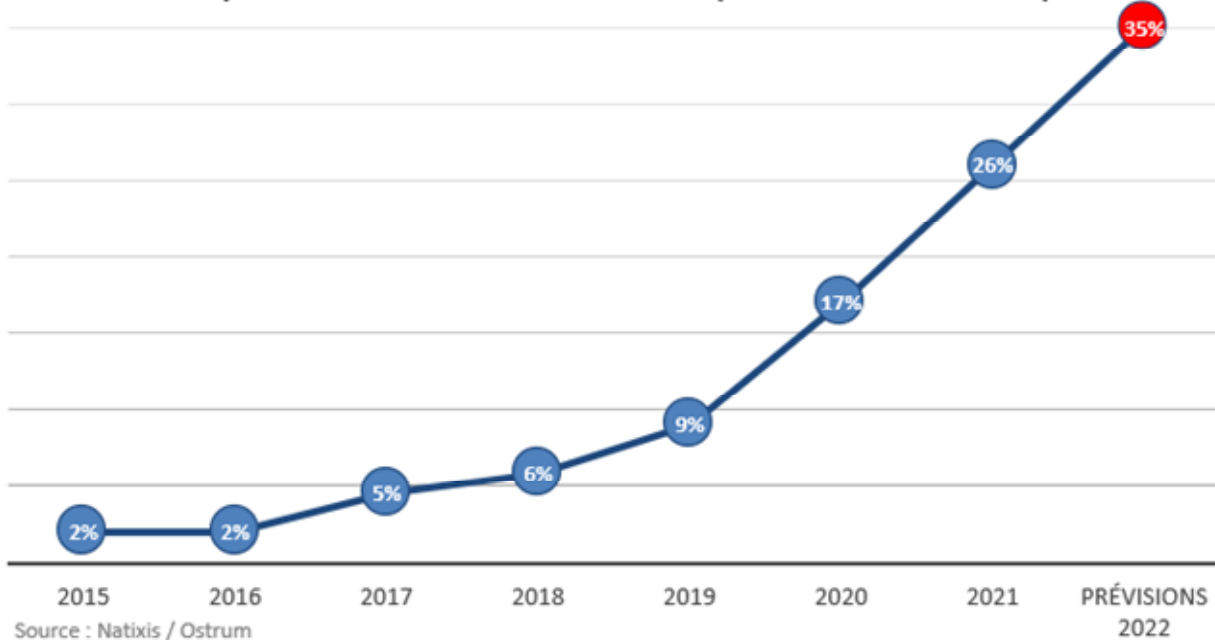


### L'Europe booste les obligations sociales

Enfin, le segment des obligations sociales a représenté près de 20 % du total des émissions durables en 2021. Les émetteurs supranationaux et les agences gouvernementales ont été particulièrement actifs. À travers le refinancement de son programme SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency), l'Union européenne (UE) s'est hissée au rang de plus grand émetteur d'obligations sociales, avec plus de 50 milliards d'euros émis. À l'opposé des pratiques sur le segment des green bonds, seuls 12 % des transactions sur ce segment ont été réalisés par les entreprises du secteur privé. Cela révèle les difficultés rencontrées par les entreprises pour identifier des projets sociaux.

En 2022, le marché mondial des obligations durables devrait franchir un nouveau record avec plus de 1 200 milliards de dollars de nouvelles émissions. Nos prévisions intègrent une poursuite de la dynamique sur toutes les classes d'actifs obligataires, les émetteurs ne relâchant pas leur engagement pour lutter contre le changement climatique et faire face à certains défis sociaux. Ceci devrait se traduire par une nouvelle hausse du taux de pénétration des émissions durables en 2022 par rapport à l'ensemble du marché primaire (voir graphiques). Ainsi, en 2022, environ un tiers des nouvelles émissions seront durables.

### Taux de pénétration des nouvelles émissions (hors dettes souveraines)



#### Poursuite de la dynamique des émissions

Plusieurs facteurs vont contribuer à stimuler le marché. En premier lieu, les obligations vertes devraient continuer d'en être la locomotive. Leur volume d'émissions pourrait atteindre 600 milliards de dollars, soit une part de marché proche de 50 %. Plusieurs éléments soutiennent cette tendance. Tout d'abord la poursuite du développement de la réglementation en matière de développement durable et la mise en place de normes au niveau européen. Le soutien des gouvernements sous forme de politiques environnementales contribuera à une dynamique importante. Les émissions vertes des États ont rencontré un succès important auprès des investisseurs ces dernières années et de nouveaux entrants sont attendus, comme par exemple l'Autriche ou la Grèce. Des innovations pourraient même voir le jour sur ce marché. Par exemple, la France envisagerait d'entreprendre l'émission de la première obligation

verte indexée à l'inflation. La diversification devrait se poursuivre au sein des dettes de crédit, notamment pour des secteurs où il reste du potentiel d'émission, à savoir l'immobilier, l'automobile ou bien la distribution. Sur ces métiers, des dépenses d'investissements verts sont clairement identifiées.

#### Le programme d'émissions de l'Europe en obligations vertes

Ensuite, n'oublions pas que l'UE cherche à réduire ses émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55 % d'ici 2030 et vise la neutralité carbone à horizon 2050. Elle sera donc un acteur incontournable de ce marché. Pour mener à bien cette transition énergétique, l'UE a mis en place un plan de relance en partie financé par un programme d'émissions d'obligations vertes de 250 milliards d'euros sur la période 2021-2026. En 2022, elle devrait ainsi émettre entre 45 et 60 milliards d'euros d'obligations vertes.

Du côté des Sustainability Linked Bonds, nous anticipons près de 250 milliards de dollars d'émissions en 2022. Ce segment se rapprocherait des 20 % de l'offre globale. Ces instruments, qui permettent d'émettre des titres assortis d'objectifs climatiques ou sociaux, sont particulièrement plébiscités par les entreprises incapables d'émettre, vu leur activité, des obligations vertes ou sociales. Cette tendance restera intacte cette année. Certains émetteurs de secteurs sensibles, engagés dans une trajectoire « net zéro », pourraient même être tentés d'avoir

recours à cet instrument. Enfin, ces obligations durables répondent aussi aux attentes des investisseurs, de plus en plus nombreux à se fixer des objectifs de transition. Le marché des obligations durables est un excellent moyen pour les aider à réaliser leurs engagements liés aux Accords de Paris ou d'autres engagements spécifiques, comme la « Net Zero Asset Owner Alliance », qui encourage la transition des portefeuilles d'investissement vers une neutralité carbone à horizon 2050. Par ailleurs, les thématiques d'impact environnemental ou social représentent un fort levier pour aligner stratégie ESG et responsabilité sociétale des entreprises. Il y a enfin la mise en place de la réglementation SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation). Son but ? Donner plus de transparence sur la notion d'investissement durable et des risques en matière de durabilité. Elle constituera un facteur de soutien important pour ce marché.

### Attention à la sélection des titres

Face à la croissance spectaculaire du marché des obligations durables et à la diversification rapide des instruments, se pose inévitablement la question de l'effet de mode et du risque de réputation. Malgré l'existence des « principes » de l'International Capital Market Association (ICMA), chargés d'encadrer l'émission de ces titres, une obligation durable peut être émise sans exigence particulière d'un point de vue réglementaire. Il est donc primordial pour un investisseur d'être exigeant dans les analyses de ce nouveau type de dettes.

Si l'on peut se réjouir d'avoir un univers plus diversifié pour structurer les portefeuilles, la vigilance s'impose lors de la sélection des titres. Au sein d'Ostrum AM, nous avons mis en place un processus d'analyse dédié de ce nouveau type de dettes. Celui-ci repose tout d'abord sur l'analyse de la qualité extra-financière des émetteurs, avec un accent particulier sur l'analyse de la qualité de la gouvernance ou des pratiques sociales des émetteurs. Pour les secteurs sensibles, la mise en place de politiques sectorielles est indispensable et fait partie intégrante du processus d'investissement.

### Besoin d'un cadre pour les SLB

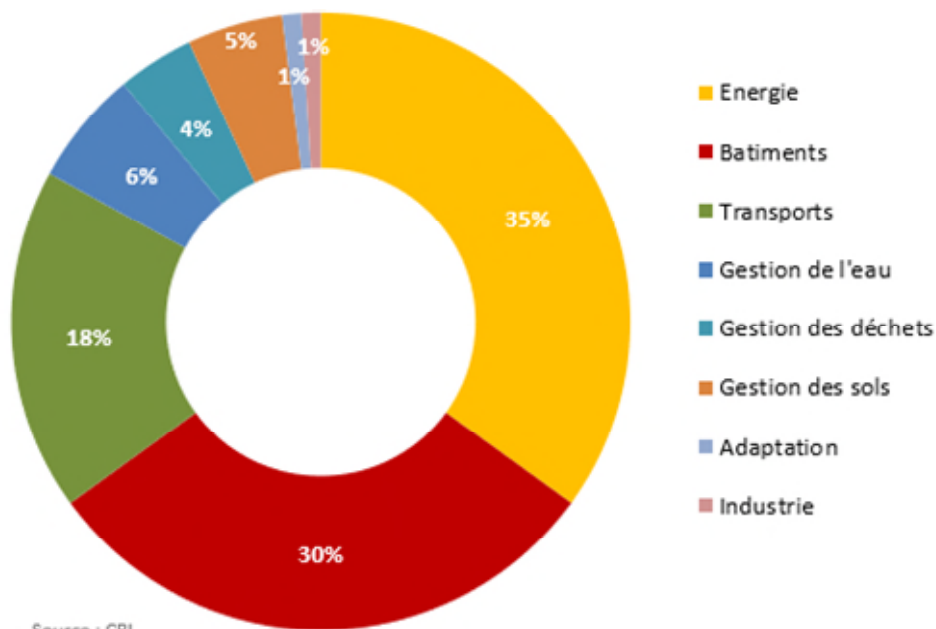
Dans le cadre d'une émission verte, s'assurer de la cohérence de l'émission en lien avec la stratégie climat de l'émetteur est essentiel. Si un axe d'analyse « émetteur » est effectué à cet égard, un axe « instrument » est tout aussi important. En effet, il est nécessaire d'apprécier la matérialité et les impacts des projets financés, de s'assurer de la bonne allocation des fonds levés, et de disposer de reportings de qualité pour la mesure d'impact.

Notre processus d'investissement intègre notamment des thématiques spécifiques, comme celle de la préservation du capital naturel. Or, les projets disponibles aujourd'hui en relation avec cette thématique, comme ceux liés à la protection et la restauration des écosystèmes, à la protection des forêts ou des terres agricoles, sont encore trop faiblement représentés. Le gros des émissions vertes relève ainsi des secteurs de l'énergie ou du bâtiment (voir graphique).

D'un autre côté, l'essor spectaculaire des Sustainability Linked Bonds renforce le besoin de définir un cadre d'investissement robuste pour ce nouvel instrument. Car, contrairement aux obligations vertes et sociales, les Sustainability Linked Bonds financent directement les fonds généraux de l'entreprise et procurent à l'émetteur un outil d'engagement utile dans son processus de transition. Même si ces nouveaux instruments bénéficient depuis 2020 de la mise en place de « principes des Sustainability Linked Bonds » par l'ICMA, un investisseur doit regarder au-delà des engagements de l'émetteur. Car les critiques fusent sur l'intégrité de ces nouveaux instruments et les risques de déception sont bien réels. Avant d'investir, il conviendra d'évaluer la stratégie de durabilité de l'émetteur, de vérifier la crédibilité des indicateurs clés de performance (KPI) fournis, et s'assurer de l'ambition du niveau des cibles de performance durable afin de ne retenir que les émetteurs qui dépasseront le « business as usual ». Une autre nécessité repose sur l'évaluation de la structuration et des caractéristiques financières. Nous avons constaté que certaines caractéristiques d'obligations déjà émises n'ont pas toujours été très cohérentes. À la clef : un problème de crédibilité ! Par exemple, ces produits prévoient l'augmentation du coupon de l'obligation si l'objectif extra-financier n'est pas atteint. Le constat est là : pour certains émetteurs high yield, ce rehaussement était similaire à celui d'émetteurs investment grade. Dans ce cas, la sensibilité des émetteurs à haut rendement à un coupon faible reste limitée. Enfin, puisque ces instruments ne sont pas dédiés à flécher des projets, la publication d'informations relatives à la performance des KPI et d'éléments de contrôle du niveau d'ambition des cibles, apparaît particulièrement clé.

### Obligations vertes : types de projets financés en 2021

Source : Climate Bond Initiative



#### Adopter une approche globale

Cela fait quelques années que les investisseurs ont saisi l'opportunité d'investir dans les obligations vertes pour intégrer une stratégie de lutte contre le réchauffement climatique au sein de leurs portefeuilles d'investissement. Au-delà de l'enjeu environnemental, les aspects socio-économiques ne doivent pas être oubliés. La transition énergétique doit être équitable pour l'ensemble des acteurs de la société.

La transition vers une économie résiliente et bas carbone requiert une approche holistique et inclusive. On parle alors de transition juste. Cette approche garantit à la fois l'intégration des meilleures pratiques sociales dans le déploiement des investissements verts, mais aussi l'inclusion des travailleurs et des communautés opérant dans les secteurs à forte intensité carbone. Celle-ci peut s'appliquer à tous les secteurs de l'économie. Par exemple, la prise en compte de la protection des individus et des impacts négatifs en termes d'emplois, doivent faire l'objet d'une attention particulière. Appréhender l'ensemble des questions liées au changement climatique, aux stratégies de transition et de leurs enjeux sociaux, permet une meilleure appréciation des risques. Le bénéfice est donc majeur. Cette démarche globale et équilibrée facilite aussi l'identification d'opportunités d'investissement sur les entreprises et les projets les plus vertueux.

Au sein d'Ostrum AM, nous sommes convaincus que c'est une source de création de valeur sur le long terme. Notre processus d'investissement dans les obligations durables a été renforcé par la création d'un indicateur propriétaire Transition Juste. Cet indicateur complète nos capacités d'analyse extra-financière ou d'impact déjà existantes, en portant une attention particulière à la gestion durable des ressources et au développement des territoires.

Le propre des obligations durables est de cibler à la fois des projets liés à la transition écologique et ceux visant à atténuer des problématiques d'ordre sociétal. Pour un investisseur, prendre en compte les impacts socio-économiques permettra de sélectionner des actifs aux rendements durables, tout en réalisant ses engagements en adéquation avec sa propre politique RSE.

## Glossaire

Les émissions durables regroupent les obligations vertes (green bonds), sociales (social bonds), « sustainability bonds » and « sustainability-linked bonds », et les Transition bonds (encore très marginaux).

- **Les obligations vertes ou green bonds** permettent de financer des projets ciblant la transition énergétique et écologique : énergies renouvelables, efficacité énergétique, prévention et contrôle de la pollution, gestion environnementale durable des ressources naturelles vivantes et utilisation des sols...
- **Les obligations sociales** financent des projets visant à résoudre ou atténuer des problèmes sociaux clés : Infrastructure basique abordable (eau potable, assainissement...), accès aux services de base (santé, logement, éducation, formation), création d'emplois, sécurité alimentaire, accès au numérique...
- **Les Sustainability bonds** financent une combinaison de projets environnementaux et de projets sociaux
- **Les Sustainability-linked bonds** vont eux financer des besoins généraux de l'entreprise tout en promouvant ses ambitions sa RSE, en s'engagement sur des objectifs précis et chiffrés de développement durable à moyen et long terme.
- **Les Transition bonds** ont pour vocation de combler l'écart entre les projets « déjà bas carbone », éligibles au financement par des green bonds, et ceux qui ne le sont pas, mais qui permettent néanmoins des avancées importantes en termes de réduction des émissions de Gaz à Effet de Serre (GES).

*Article publié dans Revue Banque, avril 2022*

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web ([im.natixis.com/intl/intl-fund-documents](http://im.natixis.com/intl/intl-fund-documents))

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)