

LEADERSHIP DU PRÊT : ARGUMENTS EN FAVEUR DES OBLIGATIONS VERTES DES BANQUES EUROPÉENNES POUR ACCOMPAGNER LA TRANSITION ENVIRONNEMENTALE

Résumé

Grâce aux obligations vertes émises par les banques européennes, les investisseurs peuvent favoriser un impact environnemental positif tout en bénéficiant d'une excellente qualité de crédit.

Compte tenu du rôle dominant des banques dans le financement des entreprises et des particuliers, la conversion verte du secteur bancaire est un soutien déterminant de la transition environnementale.

Investir dans les obligations vertes des banques représente une formidable occasion d'aider ces établissements à atteindre des objectifs de financement durable toujours plus ambitieux.

La réglementation incite non seulement les banques à développer le financement vert, mais aussi et surtout à faire pression sur leurs clients pour que ceux-ci mettent en œuvre des stratégies environnementales crédibles, qui favorisent le « verdissement » de l'économie dans son ensemble.

La gestion active joue un rôle majeur, parce qu'elle permet d'investir dans des obligations vertes de qualité tout en évitant celles dénuées d'un authentique objectif de durabilité. Cela requiert une analyse approfondie des émetteurs, des obligations et des projets.

1. Les banques européennes ont suivi la tendance générale en augmentant les émissions d'obligations vertes

En plein essor, les émissions mondiales d'obligations vertes ont franchi le cap des 1000 milliards de dollars sur une base cumulée, avec près de 300 milliards de dollars pour la seule année 2020.

Soutenue par les stratégies environnementales toujours plus ambitieuses des émetteurs et par la pression des législateurs et autorités régulatrices pour lutter contre les risques climatiques, cette dynamique impressionnante rencontre un vif succès auprès des investisseurs.

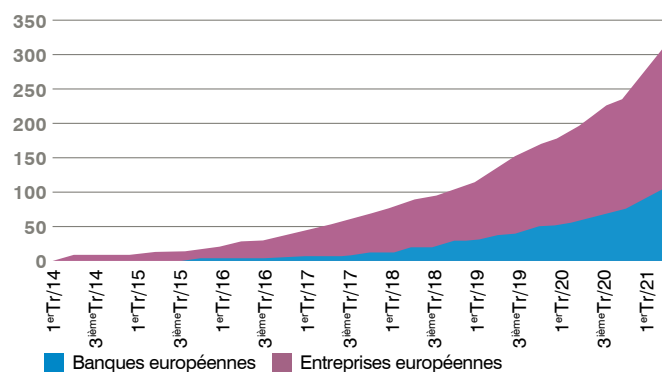


Romain Miginiac
Co-Fund Manager
of GAM Sustainable
Climate Bond Fund
& Head of Research,
Atlanticomnium

Les banques européennes jouent un rôle actif dans l'univers des obligations vertes, avec un marché évalué à 100 milliards de dollars au premier semestre 2021 et un volume d'émissions record de 33 milliards de dollars sur la même période (au 30 juin 2021, source ATL, BBG). Les banques émettent des obligations vertes à un rythme supérieur aux entreprises européennes, avec 35 % du marché, contre 28 % pour l'indice général des obligations d'entreprises (Barclays Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Index, au 30 juin 2021). Elles mettent en œuvre des stratégies environnementales conformes aux objectifs de neutralité carbone à l'horizon 2050, en s'appuyant, pour la plupart, sur des objectifs quantitatifs en matière de financement vert ou durable.

Récemment formée, la Net Zero Banking Alliance, qui regroupe des banques d'envergure internationale dont les actifs représentent au total 30.000 milliards de dollars, traduit la force de l'engagement du secteur bancaire pour définir des stratégies de neutralité carbone crédibles, alignées sur l'Accord de Paris sur le climat (qui vise à limiter le réchauffement des températures à moins de 2 degrés et, si possible, à moins de 1,5 degré d'ici la fin du siècle). L'émission d'obligations vertes constitue donc un processus de soutien naturel aux projets d'actifs durables.

Graphique 1 : Les émissions d'obligations vertes des banques européennes s'accroissent (milliards de dollars US – base cumulée)



Source : Bloomberg, Atlanticomnium, données au 30 juin 2021.

Nous allons examiner dans le détail pourquoi les obligations vertes nous semblent constituer un moyen efficace de dégager à la fois un impact environnemental significatif et des rendements attractifs. Mais avant cela, il est important de comprendre leur mécanisme.

DURABILITE ET CREDIBILITE

Malgré l'introduction de principes applicables aux obligations durables, et malgré les initiatives prises par les acteurs du marché, il n'existe malheureusement pas de définition légale des obligations vertes. Cela laisse la voie libre au greenwashing. A mesure que se développe le marché de ces obligations, il nous semble essentiel que les détenteurs s'assurent activement de la nature réellement verte des projets auxquels sont affectés les produits.

C'est la raison pour laquelle GAM intègre plusieurs niveaux d'analyse dans son [cadre d'évaluation des obligations vertes](#).

Notre cadre repose sur les principes applicables aux obligations vertes (GBP) de l'ICMA et comprend trois niveaux d'analyse. Au niveau de l'émetteur, nous vérifions l'existence d'une stratégie environnementale claire et crédible. Au niveau de l'obligation proprement dite, nous analysons les processus et la gouvernance en matière d'allocation des produits, afin de nous assurer de leur affectation à des actifs ou projets verts crédibles. Enfin, au niveau des actifs, nous nous appuyons sur des données quantitatives de tiers pour déterminer la présence d'un impact environnemental positif conforme aux objectifs de l'Accord de Paris.

Le dernier niveau d'analyse, tout particulièrement, est loin d'être le plus simple.

Par exemple, pour calculer les émissions nettes d'une installation solaire en Espagne, certaines méthodologies choisiront les « tonnes d'émissions économisées » par rapport à l'électricité produite par une centrale au charbon. Les chiffres obtenus sont impressionnants mais fallacieux, selon nous. En conséquence, nous avons choisi une méthodologie qui décrit les « tonnes d'émissions économisées » par rapport à une production d'électricité équivalente, basée sur un mix énergétique moyen en Espagne. Elle reflète donc les émissions produites par la technologie de l'installation solaire. Le résultat obtenu sera plus modeste, mais plus réaliste.

Pour que notre reporting d'impact présente la meilleure qualité possible, nous travaillons avec le fournisseur de données spécialisé [Carbone 4](#) afin de calculer les indicateurs de performance environnementaux au niveau des fonds. Sur simple demande, les investisseurs peuvent obtenir des informations détaillées sur la méthodologie et les hypothèses de travail.

Nous sommes ainsi en mesure d'affirmer que 10 millions d'euros investis dans notre stratégie Sustainable Climate Bond financent des solutions énergétiques et des produits technologiques qui contribuent à économiser des émissions équivalant à 212 fois le tour du monde en voiture ou la rénovation de 10'000 maisons en Europe.

Du strict point de vue du rapport risque/rendement, les obligations vertes et non vertes sont pratiquement identiques. Les obligations vertes sont généralement émises dans les catégories de premier rang non garanties (mais parfois subordonnées et dans d'autres formats). Elles présentent le même risque de crédit, les mêmes notations et la même structure que les obligations standards. La principale différence réside dans l'utilisation des produits (autrement dit, ce que l'émetteur peut faire des capitaux levés). Alors que les obligations non vertes sont émises à des « fins générales », les produits des obligations vertes ne peuvent être utilisés que pour financer des actifs ou des projets à l'impact environnemental positif. Les catégories d'actifs ou de projets éligibles comprennent généralement les énergies renouvelables, les bâtiments verts, le transport durable, l'exploitation forestière, etc. – toutes présentent un impact climatique positif. Pour les investisseurs, cela implique une grande visibilité sur la façon dont les fonds sont utilisés et traduit un lien direct entre l'émission obligataire et l'impact climatique.

Un point essentiel est à retenir : alors que les produits sont affectés au financement de ces actifs éligibles, **les détenteurs d'obligations supportent le risque de crédit de l'émetteur et non celui des projets ou des actifs verts sous-jacents.** Les détenteurs d'obligations n'ont aucun recours sur les actifs verts et, dans la hiérarchie des créanciers, les obligations vertes et standards se situent au même rang. En cas de défaut de l'émetteur, le recouvrement est identique, que ces obligations de premier rang non garanties soient vertes ou non. **Par nature, les obligations vertes ne sont pas des obligations titrisées, et la corrélation entre l'émission et l'impact dépend de l'utilisation des produits.** Le point positif pour les détenteurs d'obligations, c'est qu'ils **bénéficient d'une visibilité sur l'utilisation des fonds et d'un impact concret, sans pour autant renoncer à la qualité de crédit.** Grâce aux obligations vertes des banques européennes, triées sur le volet, les investisseurs peuvent dégager un impact positif tout en profitant d'une excellente qualité de crédit. Cet aspect est fondamental dès lors que les banques financent des projets à impact élevé, mais assortis d'un risque de défaut plus important, comme des PME ou des projets écologiques de plus petite envergure. Dans ce cas, les investisseurs retirent un avantage de l'impact élevé tout en évitant le risque de défaut supérieur des projets individuels.

Les obligations vertes des banques sont très similaires aux obligations vertes des entreprises. Seule petite différence, les banques n'achètent pas directement d'actifs verts tels que des éoliennes, mais financent des clients qui prennent part à ces projets de développement durable. Par exemple, les banques financent des projets dans les énergies renouvelables ou proposent des prêts hypothécaires pour des immeubles écologiques.

2. Obligations vertes des banques européennes, ou comment accompagner la transition environnementale

Compte tenu des caractéristiques des obligations vertes des banques (à savoir prêter au lieu d'acheter directement des actifs verts), on peut légitimement se demander pourquoi nous privilégions celles-ci du point de vue de l'impact environnemental.

Premièrement, les investisseurs doivent tenir compte de l'influence des banques européennes sur l'économie. En tant qu'intermédiaires financiers, les banques jouent un rôle essentiel dans le financement des entreprises et des ménages. Ce rôle est d'autant plus important que les entreprises européennes ont tendance à moins recourir aux marchés financiers que leurs homologues américaines, notamment. En effet, près de 80 % des besoins des entreprises sont financés par les banques. Autrement dit, les PME et les particuliers n'ont pas accès aux financements non bancaires, tandis que les grandes entreprises tendent également à se tourner vers les banques. L'impact potentiel lié au soutien des PME est particulièrement important, dans la mesure où celles-ci représentent environ deux tiers des emplois au sein de l'UE (source : [Statistics on small and medium-sized enterprises - Statistics Explained \(europa.eu\)](#)). Le financement bancaire catalyse l'impact des PME. Il soutient indirectement un impact social positif, en plus de l'impact environnemental des financements de projets durables. Pour illustrer cet effet, Crédit Agricole annonce avoir financé l'expansion de Cap Sud (PME française spécialisée dans l'installation et la maintenance de centrales photovoltaïques) en France et à l'étranger à hauteur de 19 millions d'euro, dans son rapport 2020 sur les obligations vertes ([Présentation PowerPoint \(credit-agricole.com\)](#)). En conséquence, le rôle des banques dans l'économie est primordial, dans la mesure où l'affectation des flux de crédit à l'économie durable représente un immense potentiel d'impact environnemental positif.

Par ailleurs, nous estimons que les banques peuvent et doivent faire plus pour aligner leurs financements sur la neutralité carbone, développer la finance verte et se retirer des projets qui ne respectent pas les objectifs de l'Accord de Paris. Nous soutenons pleinement [l'IGCC qui définit des domaines d'action clairs pour les banques](#), notamment en leur demandant de cesser toute activité génératrice d'émissions en lien avec la déforestation, le changement d'affectation des sols et les combustibles fossiles.

Comme mentionné dans notre récent article sur les banques et l'approche ESG ([Banques et facteurs ESG : de la gouvernance \(G\) à l'environnement \(E\) | GAM](#)), la réglementation constitue le principal catalyseur de soutien de la transition environnementale pour le secteur bancaire. La tendance de la prochaine décennie (voire des suivantes) est claire, avec la transformation spectaculaire du secteur bancaire, opérée par les autorités réglementaires dans le sillage de la crise financière mondiale, et avec la priorité accordée aux risques climatiques. Parallèlement aux mesures initiées par les émetteurs, les investisseurs et les Etats, les autorités réglementaires multiplient les initiatives en vue de lutter contre le risque climatique dans les portefeuilles de prêts et d'investissements des banques avec un durcissement des exigences en matière de publication, et des tests de résistance. Selon nous, les tests de résistance climatique ont la capacité de changer la donne en influençant la planification financière des banques, par exemple via des « surcharges » sur le capital en cas de financements « bruns » ou en exigeant des fonds propres supplémentaires en cas de mauvaise gestion des risques climatiques.

Ces initiatives incitent déjà les banques à augmenter leurs financements d'actifs verts (par exemple, Banco Santander a l'intention de lever et de faciliter 220 milliards d'euros de financement vert dans les dix prochaines années). Cela illustre l'importance des banques dans le financement de l'économie et l'essor des projets verts. Cette évolution est plus que positive pour les investisseurs en obligations vertes: elle soutient la croissance du marché et offre de nouvelles opportunités d'investissement.

Le « verdissement » des portefeuilles de prêts des banques a un second effet indirect sur le dialogue avec les clients. Souvent négligé, cet aspect représente pourtant un levier essentiel pour que les banques puissent promouvoir le changement. Souvent unique source de prêts des PME et des particuliers, et principaux bailleurs de fonds des grandes entreprises, les banques entretiennent une relation privilégiée avec leurs clients. Le dialogue s'inscrit dans la durée. Il s'oriente généralement sur le développement des activités ou sur des questions financières pour permettre aux banquiers d'évaluer les risques de crédit. Alors que la lutte contre le risque climatique s'accélère, ces évolutions sont déjà intégrées dans les discussions et ne feront que s'intensifier. Au bout du compte, les critères environnementaux (et autres critères ESG) influenceront les décisions de souscription et les prix des prêts. La tendance est déjà visible.

Qu'est-ce que cela signifie ? Les banques sont pénalisées par les autorités réglementaires (en termes d'exigences de fonds propres) si elles prêtent de l'argent à des émetteurs présentant un profil environnemental faible ou aux secteurs « bruns ». Elles inciteront donc leurs clients à mettre en œuvre des stratégies environnementales crédibles. Les retardataires subiront des coûts de financement plus élevés, voire la résiliation de la relation d'affaires. L'impact potentiel est colossal, compte tenu de l'influence des banques dans l'économie à travers différents secteurs. Les banques conduiront le changement dans l'économie tout entière en incitant leurs clients à élaborer des stratégies environnementales crédibles. Compte tenu du rythme actuel des émissions, nous estimons que le marché des obligations vertes des banques européennes dépassera facilement les 200 milliards d'euros dans les 24 à 36 prochains mois (contre 80 milliards d'euros actuellement). Ce chiffre doit être mis en perspective avec les obligations en circulation des banques européennes, estimées à plus de 1000 milliards d'euros toutes devises confondues. A noter que les actifs verts financés par les banques dépasseront de loin les obligations vertes émises, dans la mesure où les dépôts représentent l'essentiel des revenus des banques (le financement par l'emprunt n'en constitue qu'une infime partie). Sachant que les banques de l'UE détiennent environ 17'000 milliards d'euros de prêts, les actifs verts financés seront donc de l'ordre de plusieurs milliers de milliards d'euros. BBVA a récemment revu ses objectifs de financement écologique 2025 à 200 milliards d'euros (contre 100 milliards précédemment) – il ne s'agit là que d'un exemple parmi d'autres.

3. L'investissement en obligations vertes renforce l'importance de la gestion active pour obtenir un impact significatif

Nous sommes convaincus que les obligations vertes constituent un outil puissant au service des banques, de l'économie en général et d'une transition harmonieuse, conforme aux objectifs de l'Accord de Paris sur le climat. Mais la gestion active joue également un rôle central dans la sélection des émetteurs et des obligations.

Même si l'on a réalisé des avancées significatives pour harmoniser le marché des obligations vertes, il n'existe pas de définition légale ou réglementaire de ces titres et de ces obligations vis-à-vis des investisseurs. Ceux-ci doivent veiller à sélectionner des obligations qui offrent un impact potentiel élevé et éviter celles qui sont dénuées de véritable objectif en matière de durabilité.

Au-delà de l'analyse de crédit traditionnelle, qui vise à sélectionner les émetteurs solides (dans une certaine mesure, seuls les émetteurs solides ont la capacité de susciter le changement), il est essentiel d'opérer une analyse extrafinancière approfondie pour identifier les obligations vertes de qualité élevée. Il existe trois principaux piliers d'analyse pour sélectionner des obligations vertes de grande qualité :

- **Analyse du profil ESG des émetteurs** : les émetteurs qui affichent de solides références ESG (avec un accent prononcé sur les questions environnementales) sont plus susceptibles de suivre une stratégie environnementale claire et crédible et de disposer de motivations stratégiques pour émettre des obligations vertes. L'émission de ces obligations doit être alignée sur une stratégie environnementale fiable et ambitieuse, par exemple en soutien aux actifs verts.
- **Analyse du cadre d'évaluation des obligations vertes** : le cadre d'évaluation (les « prospectus verts ») définit l'ensemble des processus et la gouvernance entourant l'affectation des produits. Des processus et une gouvernance de qualité sont un gage de confiance concernant l'impact des fonds déployés. Les émetteurs doivent respecter des normes élevées, comme, au minimum, les principes applicables aux obligations vertes de l'ICMA, et fournir aux investisseurs des rapports transparents sur l'affectation des fonds et leur impact.
- **Analyse d'impact** : les émetteurs publient des rapports après l'émission sur l'affectation et les déclarations, dont des estimations sur l'impact environnemental positif des actifs verts ou des projets financés. La difficulté réside dans la variété de méthodologies et d'hypothèses utilisées afin de les calculer, qui varient considérablement d'un émetteur à l'autre. L'utilisation de méthodologies comparables pourrait faciliter l'évaluation de l'impact positif entre les émetteurs.

La sélection des meilleures obligations vertes nécessite une analyse approfondie à tous les niveaux

Caractéristiques des meilleures obligations vertes	Principaux piliers de l'analyse
Véritable objectif de l'émission	Qualité ESG des émetteurs <ul style="list-style-type: none"> • Profil ESG solide • Stratégie climatique crédible • Alignement de l'émission d'obligations vertes avec la stratégie climatique
Visibilité de l'utilisation des produits	Cadre d'évaluation des obligations vertes <ul style="list-style-type: none"> • Se conformer au minimum aux Green Bond Standards de l'ICMA • Prospectus vert de qualité élevée • Allocation transparente et rapport d'impact
Impact climatique significatif	Analyse d'impact <ul style="list-style-type: none"> • Données comparables utilisées pour évaluer l'impact • Impact significatif du financement des actifs verts

Source: Atlanticomnium.

L'analyse financière et l'analyse extrafinancière sont nécessaires pour identifier les obligations vertes de qualité élevée. En les cumulant, la gestion active représente une forte valeur ajoutée pour les investissements en obligations vertes. Par ailleurs, il faut accorder la priorité absolue au dialogue avec les émetteurs à chaque étape de l'analyse, à la fois pour optimiser l'analyse interne, et pour inciter les émetteurs à respecter les normes les plus strictes sur le marché des obligations vertes.

Dans l'ensemble, nous considérons les obligations vertes des banques européennes comme un outil puissant au service des investisseurs pour exercer un impact environnemental positif élevé. Le changement climatique représentant l'une des menaces les plus importantes pour l'économie mondiale, en faire l'une des pierres angulaires de notre processus d'investissement garantit une gestion des risques prospective et solide qui, par extension, protège les rendements des détenteurs d'obligations.

Pour de plus amples informations, rendez-vous sur [GAM.com](https://www.gam.com)

Mentions légales importantes :

Les informations contenues dans le présent document sont fournies à titre informatif et ne constituent pas un conseil en investissement. Les opinions et estimations contenues dans le présent document peuvent faire l'objet de modifications et reflètent le point de vue de GAM dans l'environnement économique actuel. Aucune responsabilité ne saurait être engagée vis-à-vis de la précision et de l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent aucunement des tendances actuelles ou futures. Les instruments financiers mentionnés sont fournis à titre d'illustration uniquement et ne sauraient être considérés comme une offre directe, une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement. Une référence à un titre ne constitue pas une recommandation d'acheter ou de vendre ce titre. Les titres cités ont été sélectionnés dans l'univers des titres couvert par les gestionnaires de portefeuille afin d'aider le lecteur à mieux comprendre les thèmes présentés. Les titres inclus ne sont pas nécessairement détenus par un portefeuille et la référence à ceux-ci ne constitue pas une quelconque recommandation des gestionnaires de portefeuille. Aucune garantie n'est fournie quant à la réalisation des prévisions.