

# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

## EDITORIAL

### La rapide croissance de l'offre en obligations vertes d'Etat

La première émission de « *green bonds* souverains » par l'Allemagne le 3 septembre 2020 a été un grand succès.

L'offre du Trésor allemand a attiré une demande particulièrement importante : plus de 33 milliards d'euros d'offres d'investisseurs alors qu'un montant initial d'émission de 4 milliards d'euros avait été évoqué. Au total, **6,5 milliards d'euros de dette ont été levés** dans une émission qui devrait être une étape importante dans le développement d'un marché européen des « obligations vertes souveraines » et qui contribuera à établir une référence pour le *pricing* des futures transactions.

Ce succès est d'autant plus remarquable que l'approche retenue par l'Allemagne était doublement originale. La *Deutsche Finanzagentur*, qui est l'équivalent allemand de notre Agence France Trésor, a en effet choisi :

- d'une part **d'émettre les obligations selon plusieurs maturités** : celles émises hier étaient à 10 ans, les émissions futures pourraient s'échelonner entre 5 et 30 ans ;
- d'autre part, **afin d'assurer une liquidité suffisante dans le marché, de « jumeler » les obligations vertes avec des obligations « classiques »** (le *Bund* allemand<sup>1</sup> est l'équivalent des Obligations assimilables du Trésor (OAT) émises par France Trésor).

Ainsi, les obligations vertes émises le 3 septembre ont exactement la même maturité (10 ans) et le même coupon que les Bunds émis le 17 juin 2020.

Le sujet de la liquidité des obligations vertes est crucial et fait l'objet d'une analyse spécifique (voir encadré p.4).

Les investisseurs pourront à tout moment échanger leurs obligations « vertes » contre des obligations « conventionnelles », pour un montant équivalent. Cette structure inédite a été conçue afin que les obligations « vertes », émises pour des montants inférieurs et a priori, en tout cas pour le moment, moins liquides que les obligations

« conventionnelles » ne soient négociées à un prix inférieur. Afin de réaliser cet objectif, le *Deutsche Finanzagentur* envisage de racheter des « *green bonds* » si le prix de ceux-ci tombe en dessous de celui des obligations « conventionnelles ».

Selon les banques émettrices, la nouvelle obligation « verte » à 10 ans devait afficher un rendement négatif d'environ moins 0,46%, soit un point de base en dessous du rendement de l'obligation « jumelée » conventionnelle.

L'évolution du prix du nouveau « *green bond* » sur le marché secondaire fournira une indication intéressante concernant le niveau de prime que les investisseurs seraient prêts à payer pour des obligations « vertes ».

L'émission allemande donne également l'occasion de faire un point sur les émissions obligataires « vertes » par les Etats européens.

D'une manière générale, l'émission d'obligations vertes, tous types d'émetteurs confondus, autrement dit privés et publics, a cru de manière très spectaculaire durant ces dernières années, en particulier parce que les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance deviennent de plus en plus importants pour nombre d'investisseurs.

Selon les chiffres publiés par Moody's<sup>2</sup> - il est vrai en février 2020, donc avant le confinement lié à la Covid-19 et son impact sur l'économie - le total des émissions d'obligations vertes devrait atteindre 300 milliards de dollars cette année - à

comparer aux 263 milliards de dollars émis en 2019.

Le marché des obligations vertes a connu une croissance très rapide au cours des dernières années (émission *cumulée* de 775 milliards de dollars US à fin 2019 contre seulement 36,8 milliards de dollars US fin 2014). **Cependant, en août 2020, les obligations vertes représentaient moins de 1% des émissions obligataires, le marché mondial étant évalué à 128 billions<sup>3</sup> de dollars US<sup>4</sup>.**

Selon Moody's, l'émission de *green bonds* en 2019 a d'abord majoritairement été le fait des entreprises et des institutions financières. Les autres émetteurs sont, dans l'ordre décroissant des volumes d'émission :

- les agences gouvernementales : 35 milliards de dollars d'obligations ;
- des titres adossés à des actifs (*asset backed securities* ou *ABS*) : 32 milliards de dollars ;
- les banques de développement : 29 milliards de dollars ;
- les fonds souverains : 26 milliards de dollars.

En termes de géographie, **les émetteurs européens ont représenté près de la moitié de toutes les obligations vertes en 2019**. Il est d'ailleurs à noter que les gouvernements et les régulateurs, en Europe sans doute plus que dans d'autres continents, se sont attachés à préciser et à clarifier les critères pour le secteur de la finance durable. En décembre 2019, le Parlement européen et le Conseil sont d'ailleurs parvenus à un accord sur un système de classification du financement vert pour les investisseurs, incluant une taxonomie très détaillée qui exclut en particulier les projets dans les secteurs du charbon et du nucléaire. En lien avec cette nouvelle taxonomie, la Commission européenne travaille à l'élaboration d'un standard européen pour les obligations vertes, le « EU GBS », pour « European Union Green Bond Standard », lequel pourrait être

Emission d'obligations vertes par les gouvernements de la zone Euro depuis 2017

		2017	2018	2019	2020 YTD	Encours verts	Part du total des encours(%)
Belgique	1,25% Avr-33	0,0	4,5	2,4	0,6	7,5	1,8%
France	1,75% Juin-39	9,7	5,1	5,9	6,7	27,4	1,2%
Irlande	1,35% Mar-31	0,0	3,0	2,0	0,0	5,0	3,4%
Pays-Bas	0,5% Jan-40	0,0	0,0	6,0	3,0	9,0	2,6%
<b>Total</b>		<b>9,7</b>	<b>12,6</b>	<b>16,3</b>	<b>10,3</b>	<b>48,8</b>	<b>1,5%</b>

Sources : Trésors, Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

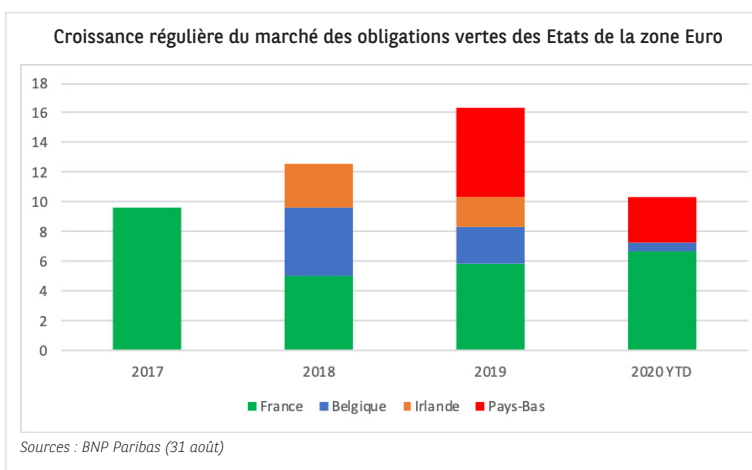
mis en place à partir de l'année prochaine.

En termes de chronologie, la Pologne a été le premier pays européen à émettre des « green bonds » en décembre 2016 – pour l'équivalent en Zlotys de 790 millions d'euros.

**Mais la référence européenne était et demeure, même en tenant compte de l'émission allemande du 3 septembre, la France, avec :**

- une émission d'OAT de 7 milliards d'euros en janvier 2017 ;
- des émissions annuelles depuis le début 2017 menant à un total cumulé de 27 milliards d'euros<sup>5</sup>.

Comme on le verra dans le tableau en première page et le graphique ci-dessus, suivent, en



termes de **total cumulé d'émission d'obligations vertes souveraines en Europe depuis 2017** : les Pays-Bas (9 milliards d'euros) ; la Belgique (7,5 milliards d'euros) et l'Irlande (5 milliards d'euros).

Nous détaillons, dans la suite de ce numéro, d'une part les secteurs de l'industrie et des

services dans lesquels les sommes levées sur les marchés par l'Allemagne seront investies, et d'autre part les perspectives d'évolution des marchés européens et mondiaux des « green bonds » souverains.

**Philippe-Olivier ROUSSEAU**  
Affaires publiques France  
[philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com](mailto:philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com)

1 - Pour mémoire, les Bunds sont des obligations émises par le gouvernement fédéral allemand. Ces titres de créance, très liquides, peuvent être utilisés comme collatéral – ils sont en particulier acceptés par la Banque centrale européenne en garantie d'opérations de crédit.

2 - [https://www.moody.com/research/Moodys-Green-social-and-sustainability-bond-issuance-to-jump-24--PBC\\_1212910](https://www.moody.com/research/Moodys-Green-social-and-sustainability-bond-issuance-to-jump-24--PBC_1212910)

3 - Billion au sens français, c'est-à-dire mille milliards (traduction du trillion anglo-saxon).

4 - <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/bond-market-size/>

5 - Même si en pourcentage des encours, la France reste en retard sur la moyenne européenne, avec 1,2 % contre 1,5 % pour la moyenne et 3,4 % pour l'Irlande.

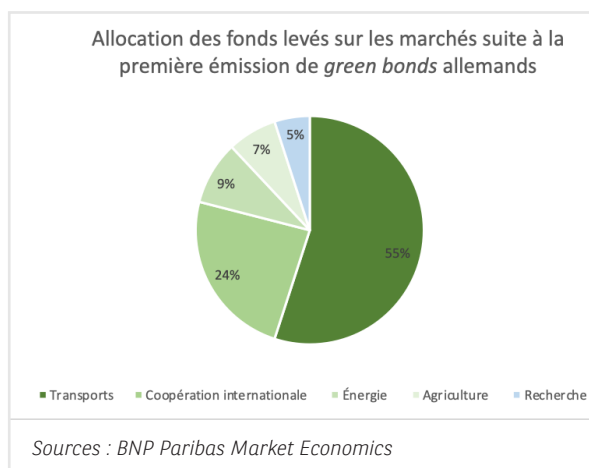
**FINANCE DURABLE**

## Comment seront investis les fonds issus de l'émission allemande d'obligations vertes souveraines

Les obligations vertes (green bonds) émises par l'Etat allemand permettront de financer des projets conformément au budget 2019 approuvé par le gouvernement allemand. A la lecture de ce budget, il est possible d'identifier les différentes catégories clés qui seront abondées grâce aux sommes levées sur les marchés dans le cadre de cette première émission d'obligations vertes (voir graphique ci-contre).

Le secteur des **transports** constituera, avec 55% des allocations, le premier bénéficiaire des sommes levées. La majorité des investissements sera consacrée à l'électrification et à la modernisation des transports publics, comme par exemple le réseau ferroviaire allemand. Les capitaux levés auront également vocation à financer, mais dans une moindre mesure, le développement des routes et des infrastructures cyclables et l'implantation de bornes de rechargement pour les véhicules électriques. **Le Gouvernement allemand a donc choisi de donner la priorité aux transports publics alors même que l'Allemagne demeure un pays où la voiture individuelle reste reine.** Le pays produit en effet près de 6 millions de voitures par an sur son sol, auxquelles on doit ajouter plus de 11 millions de voitures produites à l'extérieur de ses frontières. Au total, plus de 47 millions de véhicules sont aujourd'hui immatriculés dans le pays, ce chiffre étant en

augmentation de 15% depuis 2010. L'utilisation des transports publics sur le territoire allemand a certes progressé ces dernières années, passant



de 12% à 17% de 2012 à 2017 mais l'utilisation de la voiture individuelle reste relativement stable, à un niveau élevé, passant de 80% à 75% sur la même période - selon le Finanzagentur. Il semblerait donc que la population allemande continue, au moins à moyen terme, à préférer l'utilisation de la voiture individuelle.

En conséquence, puisque que parallèlement au développement du transport public, l'objectif

du gouvernement allemand, en accord avec le Plan Climat 2030 (Klimaschutzprogramm 2030), est de compter 7 à 10 millions de véhicules électriques immatriculés sur le territoire allemand, cet effort étant accompagné par l'installation d'un million de bornes de rechargement, les obligations vertes pourraient également à l'avenir être utilisées pour prolonger l'actuelle subvention offerte par le gouvernement allemand pour l'acquisition de véhicules électriques. Le maintien de cette subvention serait sans doute une étape décisive pour inciter davantage de consommateurs à soutenir le marché des véhicules électriques.

La **coopération internationale** sera le deuxième bénéficiaire le plus important des capitaux levés sur les marchés dans le cadre de cette première émission d'obligations vertes, avec une allocation de 24% des dits-fonds. Les capitaux seront en l'espèce fléchés vers le développement de partenariats, au sein de l'Union européenne mais également à l'international, qui auront pour objet divers chantiers liés au climat. Par ailleurs, une partie des montants destinés à la coopération internationale permettra d'abonder le Fonds vert pour le climat des Nations unies.

Le secteur de **l'énergie** recevra quant à lui 9% des sommes levées. Les fonds seront destinés



notamment à promouvoir l'utilisation d'**énergies renouvelables**. Une autre partie de ces fonds sera consacrée à un programme d'incitation visant à atteindre une meilleure efficacité énergétique des bâtiments. Ce pourcentage pourrait traduire un désintérêt pour la transition énergétique par les autorités allemandes. Tel n'est cependant pas le cas, puisque le gouvernement allemand, sous la direction de la chancelière Angela Merkel, a prévu de réduire progressivement sa production d'électricité au charbon jusqu'à cessation totale en 2038, et a établi un objectif de production d'énergie renouvelable à 65% d'ici 2030. Il est donc très probable que le secteur de l'énergie soit plus favorisé lors des prochaines émissions de *green bonds*. Ces prochains fonds pourraient permettre à l'Allemagne de financer par exemple le développement de technologies de séquestration géologique du dioxyde de carbone (*Carbon Capture Storage - CCS*) et de capture et d'utilisation du dioxyde de carbone (*Carbon Capture, Utilization - CCU*). Des technologies qui

pourraient être essentielles pour que l'Allemagne, dont la majorité de la production énergétique provient toujours de sources fossiles telles que le gaz naturel ou le charbon, parvienne à s'aligner sur les Accords de Paris en matière d'émission de Co2.

Enfin, les deux derniers secteurs qui ont vocation à percevoir une partie des fonds levés sur les marchés sont l'**agriculture** et la **recherche**, avec respectivement 7% et 5%. S'agissant de l'agriculture, les fonds permettront de soutenir le développement de l'agriculture biologique ainsi que la protection des forêts. En ce qui concerne la recherche, seront financés les projets visant à analyser les effets du changement climatique, les études concernant la biodiversité ou encore la recherche sur le développement de batteries plus performantes.

Il est également possible de déterminer les futures allocations de capitaux générés par les prochaines émissions d'obligations vertes

allemandes en étudiant les objectifs allemands de réduction des émissions de gaz à effet de serre pour 2030 par rapport aux niveaux observés en 1990 :

- Secteur du bâtiment : - 67%,
- Secteur de l'énergie : - 62%,
- Secteur de l'industrie : - 51%,
- Secteur du transport : - 42%,
- Secteur de l'agriculture : - 34%.

Les sommes levées sur les marchés grâce à l'émission d'obligations vertes allemandes vont donc permettre de financer une large gamme de secteurs, avec pour objectif commun d'accompagner la transition énergétique et de réduire les effets du changement climatique.

**Florian DARRAS**

Affaires publiques France  
[florian.darras@bnpparibas.com](mailto:florian.darras@bnpparibas.com)  
 (avec les équipes Markets Economics - BNP Paribas London Branch)

**FINANCE DURABLE**

# Perspectives d'évolution des marchés européens et mondiaux des «green bonds» souverains

Le pourcentage des obligations vertes souveraines dans le total des obligations émises par les États devrait croître substantiellement, la lutte contre le changement climatique étant devenue une priorité politique et nécessitant des investissements toujours plus importants.

Dans cette optique, de véritables efforts ont été entrepris dans le but de pallier le relatif manque de transparence quant à la qualification verte des projets financés, première des critiques relatives aux obligations vertes. Des grands principes ont été élaborés : les « *Green Bonds Principles* » (GBP), qui fixent les bonnes pratiques et critères à respecter, sur la base du volontariat, et qui permettent d'encadrer l'allocation du produit des émissions obligataires. Les GBP reposent sur quatre grands critères : l'utilisation des fonds, un processus de sélection et d'évaluation des projets, la gestion des fonds, et enfin le *reporting*. Le respect de ces principes permet ainsi d'accroître de manière significative la transparence nécessaire au suivi des investissements dans les projets environnementaux.

Le marché des obligations vertes souveraines européennes a déjà fortement progressé ces dernières années, avec au total près de 48,8 milliards d'euros d'émissions menées par

les Etats de la zone euro depuis 2017. Depuis, la Belgique, l'Irlande ainsi que les Pays-Bas ont suivi le mouvement créé par la France dans l'émission d'obligations vertes souveraines. En moyenne, ces obligations vertes représentent 1,5% du total des émissions d'obligations de ces pays. **La France reste néanmoins le plus grand émetteur d'obligations vertes souveraines en volume en Europe, puisqu'elle était, avant la première émission de *green bonds* allemands, à l'origine de 56% du total des émissions européennes à elle-seule.**

En France, l'Agence France Trésor va vraisemblablement émettre des obligations

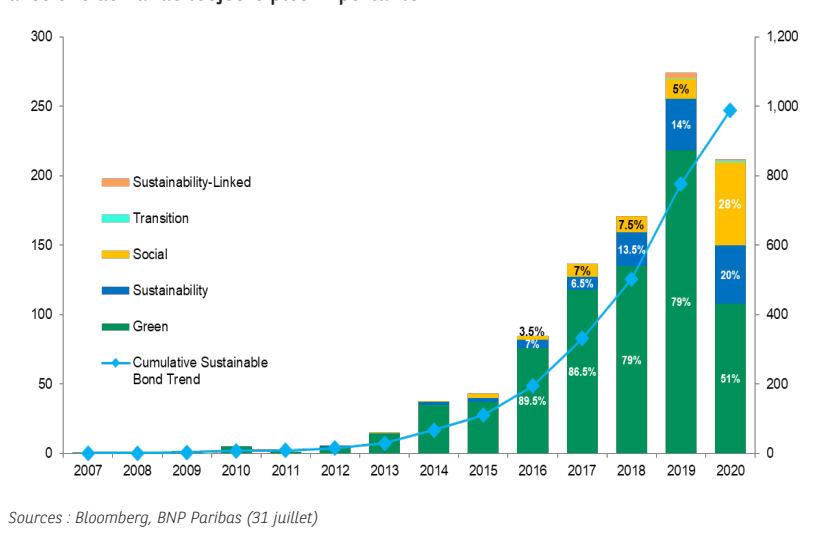
d'ici à la fin de l'année. **Notre pays devrait ainsi conforter sa place de leader européen pour l'émission d'obligations vertes souveraines.** Les fonds levés sur les marchés permettront de financer les dépenses de l'État et en particulier du Programme d'Investissement d'Avenir (PIA) en matière de lutte contre le changement climatique, de protection de la biodiversité et de lutte contre la pollution. Dans un souci de transparence, l'Agence France Trésor publie à l'intention des investisseurs d'une part un rapport annuel sur l'allocation des dépenses et les indicateurs de performance et d'autre part, en tant que de besoin, des rapports d'impact *ex post*. L'élaboration de ces rapports est placée sous la supervision d'un Conseil d'évaluation composé d'experts indépendants.

En **Allemagne**, le gouvernement devrait lancer une nouvelle émission de *green bonds* « jumelés » (cf. éditorial p.1) dès le quatrième trimestre de 2020, avec cette fois une maturité de 5 ans et un montant compris entre 4 et 6 milliards d'euros. Suivront en principe en 2021 de nouvelles émissions vertes à maturité de 30 ans.

La **Belgique** prévoit quant à elle de rouvrir les adjudications pour des obligations anciennes ou récemment émises, y compris les obligations vertes lancées en 2018 (*Green OLO*), si une demande suffisante est identifiée.

Aux **Pays-Bas**, suite au lancement de ses premières obligations

**Graphique 1 : La croissance exponentielle d'émissions d'obligations durables coïncide avec une demande toujours plus importante**



vertes (*Green DSL*) en mai 2019, l'Agence du Trésor Néerlandais (*Dutch State Treasury Agency - DTSA*) va émettre des obligations vertes en 2020 pour atteindre une taille de référence d'environ 10 milliards d'euros.

En Irlande, le NTMA (*National Treasury Management Agency - Agence du Trésor irlandais*) a levé 3 milliards d'euros grâce à la vente syndiquée de ses premières obligations vertes d'État en octobre 2018, et encore 2 milliards d'euros en 2019.

En Italie, l'Agence italienne du Trésor a l'intention d'introduire des obligations vertes d'État au sein de sa gamme actuelle de titres de créance. Elle n'a cependant pas encore procédé à une analyse approfondie du marché pour planifier cette émission de nouveaux titres, et n'a pas non plus défini de méthode pour ce faire.

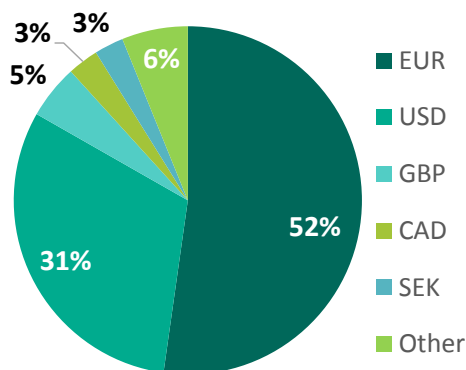
Enfin, en Espagne, le Trésor espagnol compte émettre ses premières obligations vertes en 2021, ceci constituant sa principale innovation en matière d'émission de titres de dette. Les obligations auront des maturités longues, seront « pleinement intégrées dans la courbe de rendement du Trésor espagnol » et auront une taille suffisante pour assurer la liquidité future de ces obligations.

S'agissant de l'international, le rapport annuel sur le marché des obligations vertes de 2019 de

la Climate Bonds Initiative indique que la France est le premier émetteur mondial d'obligations vertes souveraines, suivi par la Belgique, les

moins de 10% (14% pour le premier semestre 2020), avec 24,6 milliards USD d'obligations souveraines vertes émises pour un total de 259 milliards USD d'obligations vertes. En effet, de nombreuses obligations vertes sont émises par des institutions privées ou semi-privées. A titre d'exemple, la première se trouve être Fannie Mae, la société d'économie mixte à capitaux privés et à mission publique créée par le gouvernement fédéral américain pour garantir les crédits immobiliers, qui cumulait à elle seule 22,8 milliards USD d'émissions d'obligations vertes en 2019. Au total, même si l'Union européenne est la première zone d'émission de *green bonds* au monde, les Etats-Unis et la Chine sont à titre individuel les deux premiers pays émetteurs en 2019, avec respectivement 51,3 milliards et 31,3 milliards USD émis. **Une tendance qui évolue cependant, puisqu'au premier semestre de l'année 2020, la France a dépassé la Chine, devenant ainsi le second émetteur mondial derrière les Etats-Unis, notamment grâce aux émissions de groupes comme la SNCF ou la Société du Grand Paris.**

**Graphique 2 : Emetteurs par région : la zone Euro est en tête**



Sources : Bloomberg, BNP Paribas

Pays-Bas, l'Irlande, la Pologne et désormais l'Allemagne, taillant la part belle à l'Europe dans ce secteur.

Le même rapport précise néanmoins que la part des obligations vertes souveraines dans le total des émissions de *green bonds* n'était que de

Florian DARRAS

Affaires publiques France

[florian.darras@bnpparibas.com](mailto:florian.darras@bnpparibas.com)

(avec les équipes Markets Economics - BNP Paribas London Branch)

### Quelle liquidité pour les obligations vertes ?

Le concept de **liquidité de marché** décrit la facilité avec laquelle on peut acheter ou vendre des titres sur le marché secondaire sans que cela n'entraîne de fluctuations de prix importantes.

La liquidité d'un actif financier peut être affectée par un fort déséquilibre entre offre et demande. Ainsi, si un actif n'est que peu ou plus demandé, le prix baisse et il peut arriver que l'actif ne puisse pas être « *priced* » ni vendu.

Le cas des **obligations souveraines** (*sovereign bonds*), qu'elles soient ou non « vertes », est spécifique : elles sont souvent émises avec des maturités longues (parfois 30 ans ou davantage) et sont directement liées à la soutenabilité d'un pays, c'est-à-dire à la capacité de ce pays à rembourser ses dettes.

Beaucoup d'**obligations non souveraines** peuvent, a contrario, être illiquides d'une part parce que la taille de l'émission était réduite et d'autre part parce que nombre d'entre elles partagent des caractéristiques proches ou similaires (durée, notation, secteur de

l'industrie ou des services, ...) interchangeables : il n'y a donc pas de facteur de différenciation particulier. Ces obligations, souvent appelées « *plain vanilla* », offrent une liquidité limitée.

Le « *trading* » des obligations est généralement très actif dans le premier mois suivant l'émission. Après cette première phase, la liquidité diminue en général rapidement puisqu'une majorité d'investisseurs conserve l'obligation jusqu'à ce qu'il y ait un événement de crédit, ou bien parce que l'obligation est remboursable par anticipation (« *callable bond* ») ou bien enfin parce que l'échéance de l'obligation a été atteinte.

Se pose enfin la question de l'existence - ou non - d'une cotation sur une place de marché. Comme les autres titres, une fois émis, les *green bonds* peuvent s'échanger sur le marché secondaire. Certaines obligations peuvent être cotées sur des places de marché comme par exemple Euronext\* ou la Deutsche Börse à Francfort. Ne pas coter limite la liquidité sur le marché secondaire - ceci n'étant pas propre

aux obligations vertes.

**Dans le cas des obligations vertes, il existe aujourd'hui un déséquilibre entre l'offre (peu abondante) et la demande (forte).** En effet, de nombreux investisseurs de *green bonds* appliquent une stratégie de « *buy and hold* » (acheter et conserver).

Cependant, l'expérience tend à établir que, même pendant les périodes de volatilité (en particulier lorsque les investisseurs doivent céder certains de leurs actifs), les prix des obligations vertes restent stables par rapport à ceux des « *vanilla bonds* ». **Les *green bonds* offriraient donc une protection supérieure à celle des *bonds* « non-verts » contre les risques de baisse.**

P.-O. Rousseau

\* Euronext est le numéro un mondial de la cotation obligataire et est devenu un leader mondial de la finance durable, avec environ 118 milliards d'euros d'obligations vertes cotées sur les marchés Euronext, dont 40 milliards d'euros levés au cours de 2019.

