
Le CNO propose une analyse de l'écart de taux entre les obligations d'Etat vertes et non vertes. Cette étude s'est concentrée sur les émissions des Etats souverains de la zone Euro. Cet écart de rendement incorpore les notions de « greenium » et de spread de liquidité, car les souches vertes sont en général d'un montant nettement inférieur aux emprunts de référence.

Éléments de contexte

Les investisseurs sont en théorie prêts à payer plus cher les émissions¹ vertes relativement aux autres émissions du même émetteur souverain. Ceci peut conduire à créer des écarts sur le rendement des obligations vertes par rapport aux obligations sur la courbe souveraine « classique ». Nous allons nous intéresser à cette « prime verte » ou « greenium² » qui représente cet écart de rendement entre les titres verts et les titres comparables des émetteurs souverains de la zone euro.

Observation de la prime verte pour les titres souverains européens

Nous avons, dans cette analyse, observé l'écart de rendement (le « spread ») entre des titres verts émis par des souverains européens et des titres similaires non verts mais de maturité proche.

Cette analyse ne cherche pas à inférer une décomposition entre « greenium » et effets de liquidité mais se cantonne simplement à l'observation du spread observé sur les marchés de taux. Il s'agit donc d'un spread brut, incluant « greenium » et l'effet liquidité qui est un élément significatif de la différence de prix sur le marché.

La méthode de calcul d'interpolation utilisée est toujours la même pour tous les marchés : une méthode d'interpolation linéaire. Le calcul de la prime verte basé sur une simple comparaison (sans ajustement particulier) entre des titres verts émis par des Etats européens et des titres conventionnels (non-verts) fait apparaître que les obligations vertes offraient avant 2021 des rendements supérieurs relativement aux obligations conventionnelles. Ceci peut possiblement s'expliquer en raison d'une liquidité inférieure et peut-être également d'un manque de familiarité de la part des investisseurs avec ce type de produits.

On observe clairement un virage depuis 2021-2022 où le prix des obligations vertes souveraines s'est renchéri et parfois fortement : les investisseurs étant prêts à payer plus cher, voire même beaucoup plus cher un titre en raison de son caractère « vert ».

Périmètre d'analyse :

¹ Les émissions d'obligations vertes ont considérablement augmenté dans l'UE entre 2014 et 2022, passant de 0,6 % à 8,9 % du total des obligations émises.

² Pour simplifier notre propos, nous utiliserons le terme de « greenium » à la place d'écart de rendement ESG.

« Greenium » moyen depuis le 1^{er} janvier 2022 (en bpss)

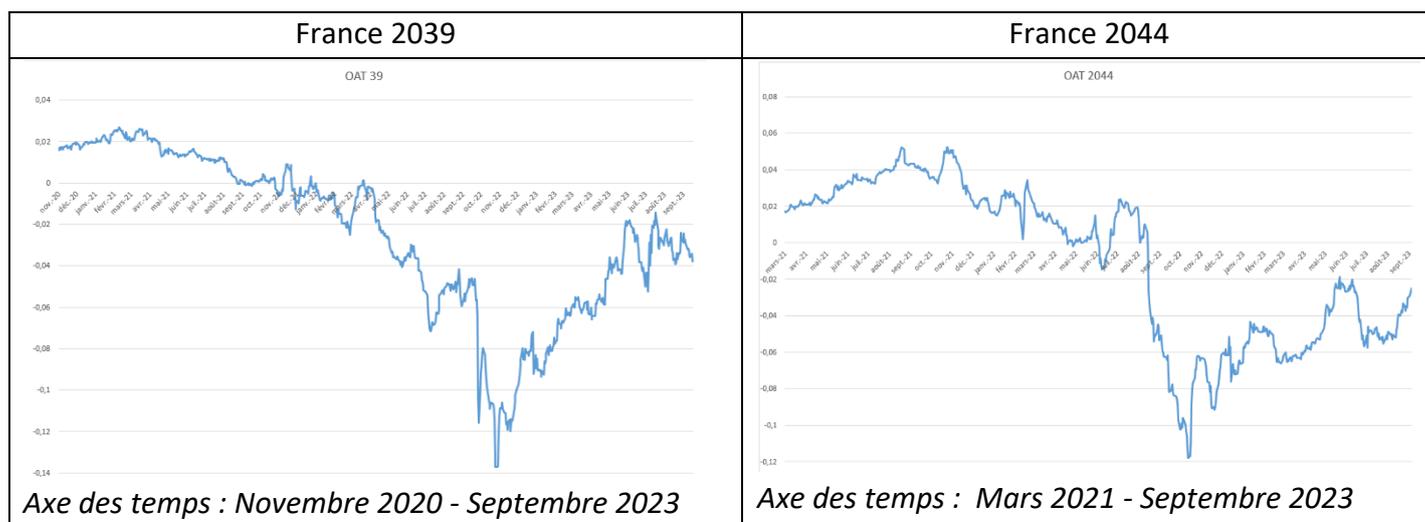
Le pays	L'obligation	« Greenium » en bps
Allemagne	Allemagne 2025	-7
	Allemagne 2030	-2
	Allemagne 2031	-2
	Allemagne 2050	-2
France	France 2039	-5
	France 2044	-3
Belgique	Belgique 2033	-6
Pays-Bas	Pays-Bas 2031	-2
	Pays-Bas 2040	-1
Italie	Italie 2045	-7
Espagne	Espagne 2042	-1
NGEU	NGEU 2033	-1
	NGEU 2043	-4
	NGEU 2048	-5

Source : Bloomberg

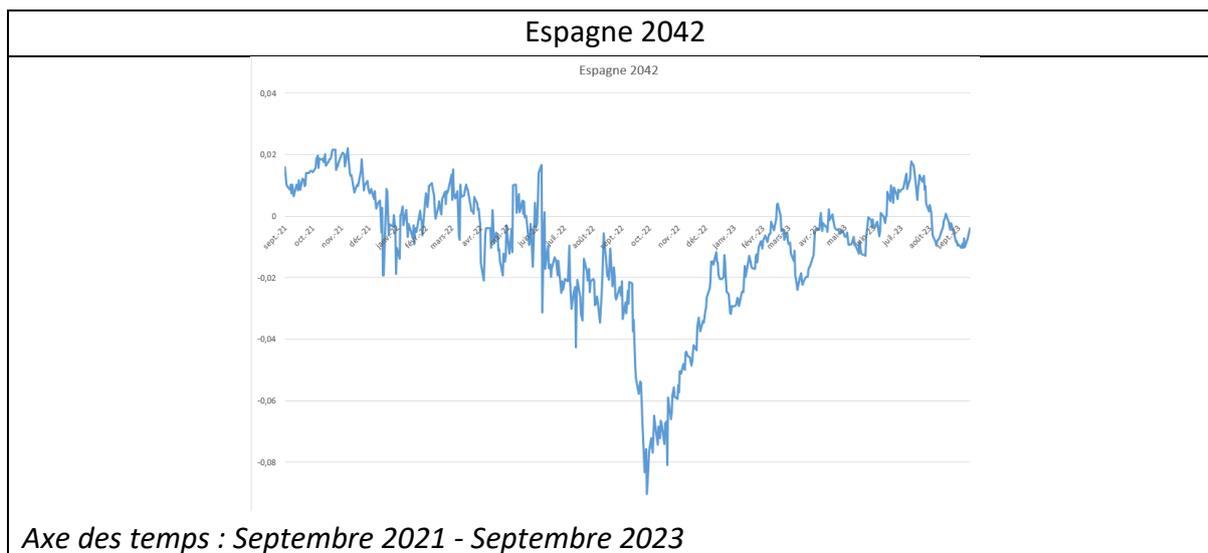
Note : Nous avons écrit « Greenium » sur la totalité des graphiques suivants mais il s'agit en fait du spread brut entre les différentes obligations vertes et non vertes.

Cas du marché des titres gouvernementaux verts français, espagnols et néerlandais

Les titres verts espagnols et français présentaient un spread positif par rapport à leurs courbes souveraines respectives avant 2022. Les titres souverains verts des deux pays se sont fortement renchérís en 2022 traitant même plus de 10 bps au-dessus des obligations dites conventionnelles. La situation s'est normalisée depuis, même si les titres verts ont un rendement plus élevé que leurs homologues non verts.

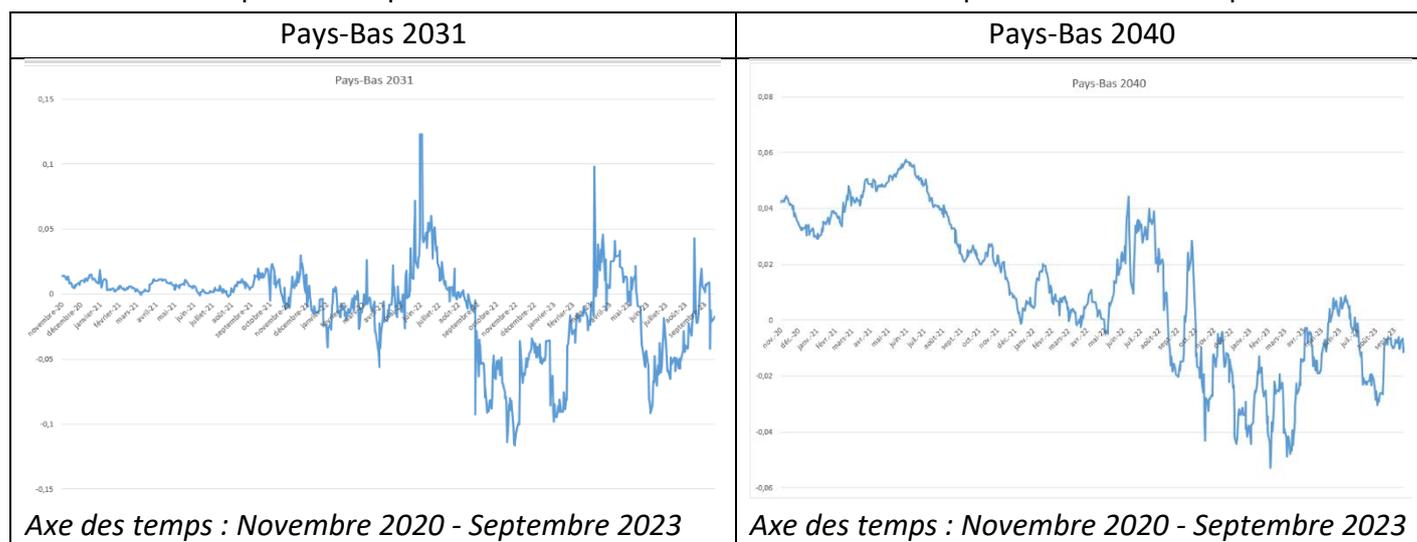


Source : BBG



Source : BBG

Les titres verts néerlandais traitaient au-dessus de la courbe souveraine (ils étaient relativement moins chers que les obligations conventionnelles) jusqu'en 2022. Ils sont devenus plus chers que les titres non verts fin 2022 et traitent depuis sur des niveaux proches.



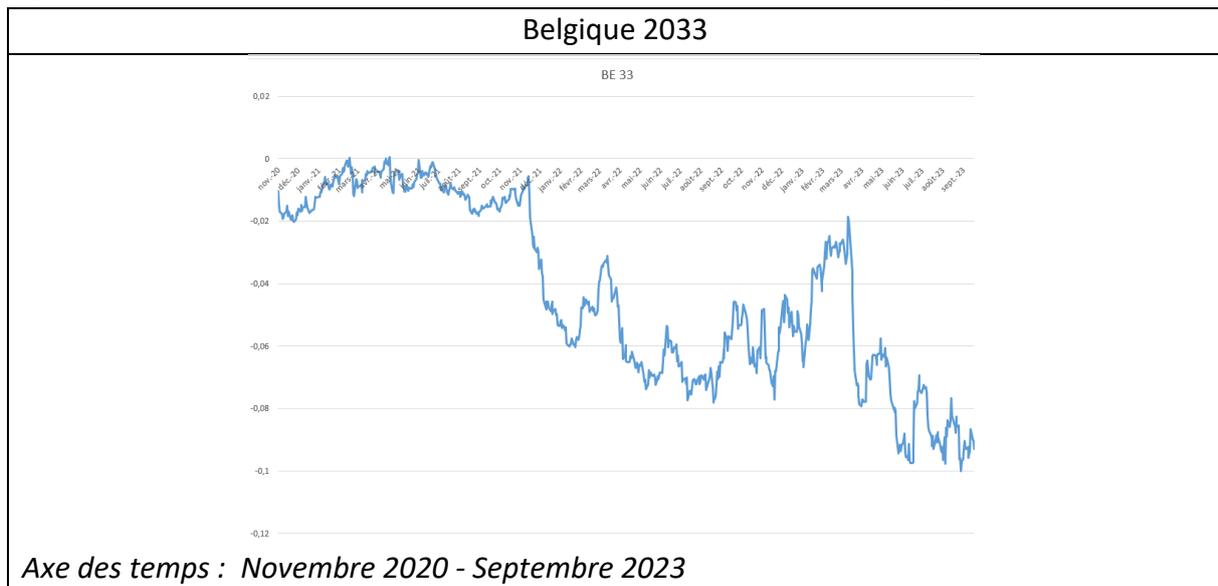
Source : BBG

On observe sur ces graphiques des primes vertes qui « bondissent » (voir graphe ci-dessus) sur certains trimestres (Q2- 2022 et Q2-2023 graphe à gauche). Ce qui peut laisser penser que des phénomènes de rareté face à une demande « urgente » ont pu se produire en 2022 en lien avec la constitution massive de fonds ESG.

Cas de la Belgique

L'obligation verte belge de maturité 2033 s'est également fortement appréciée en 2022 par rapport à la courbe belge, mais ce mouvement s'est prolongé en 2023 contrairement à la

France, l'Espagne et les Pays-Bas. Ceci montre que sur ce marché il y a un véritable « greenium » qui incite les investisseurs finaux à se concentrer sur ce segment.



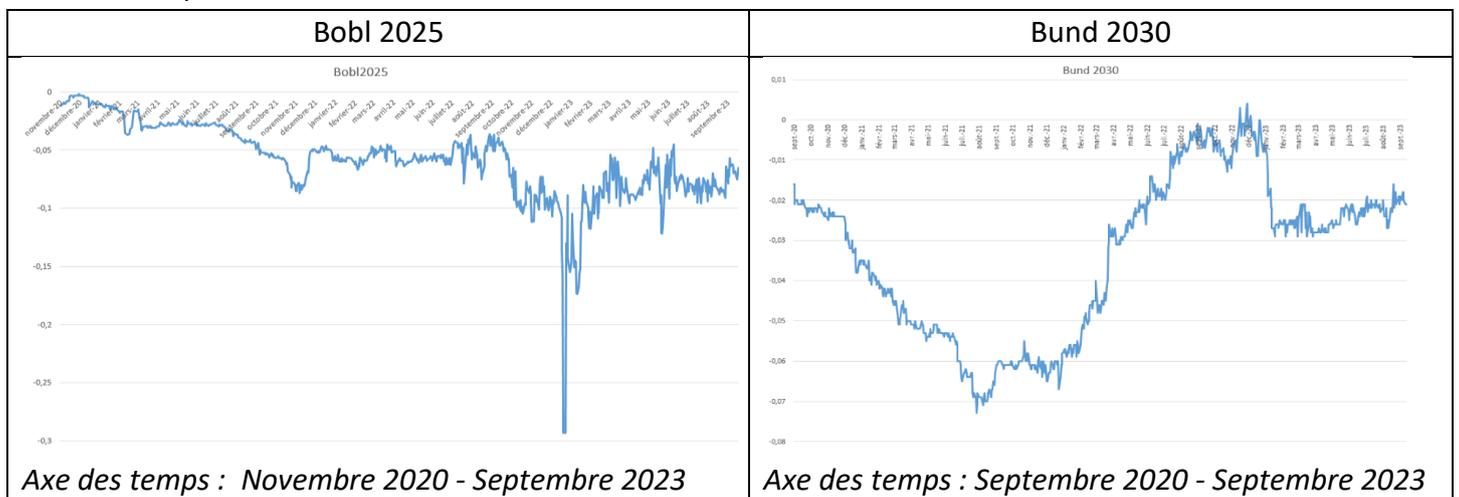
Source : BBG

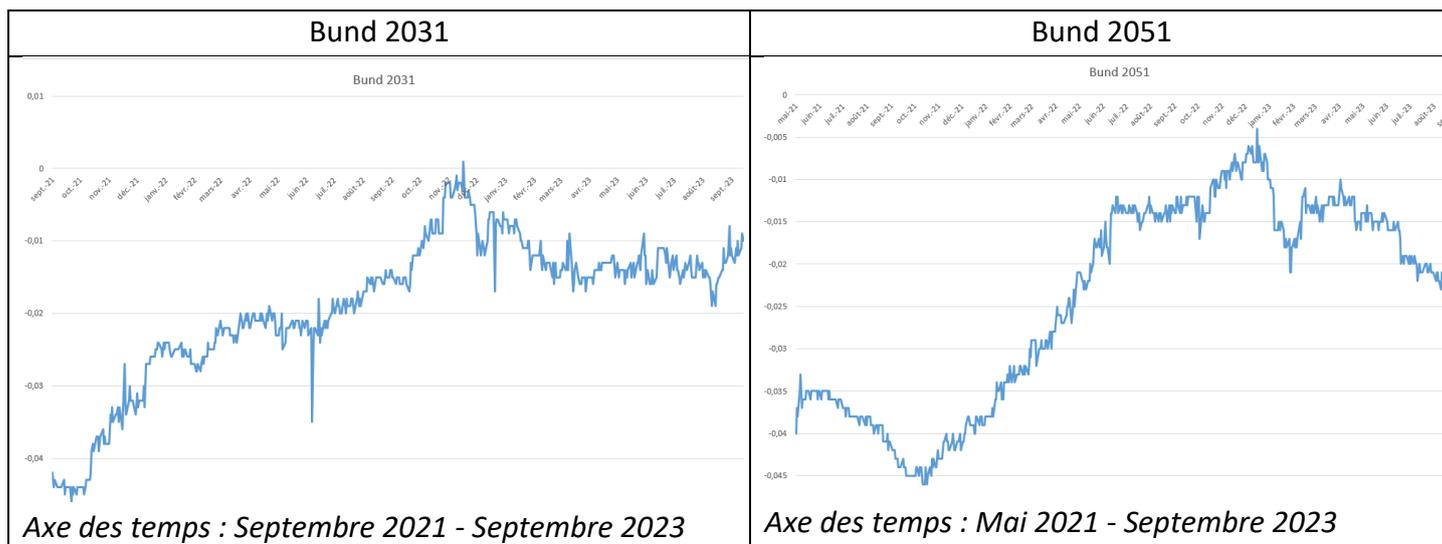
Le cas particulier des titres verts allemands

Les titres allemands sont un cas particulier dans la mesure où les émissions sont jumelles (un titre green et un titre non green de même maturité) et que la différence entre les deux titres est directement observable sur les marchés.

On observe que le Bobl 2025 s'est progressivement renchéri contre son titre jumeau non green. En revanche, les titres allemands de maturité plus longue se sont progressivement dépréciés relativement à leur titre jumeau en 2022, contrairement à ce que l'on observe pour les autres obligations souveraines vertes en Zone Euro.

Le comportement de ce marché est difficilement explicable et constitue un cas à part en Europe.



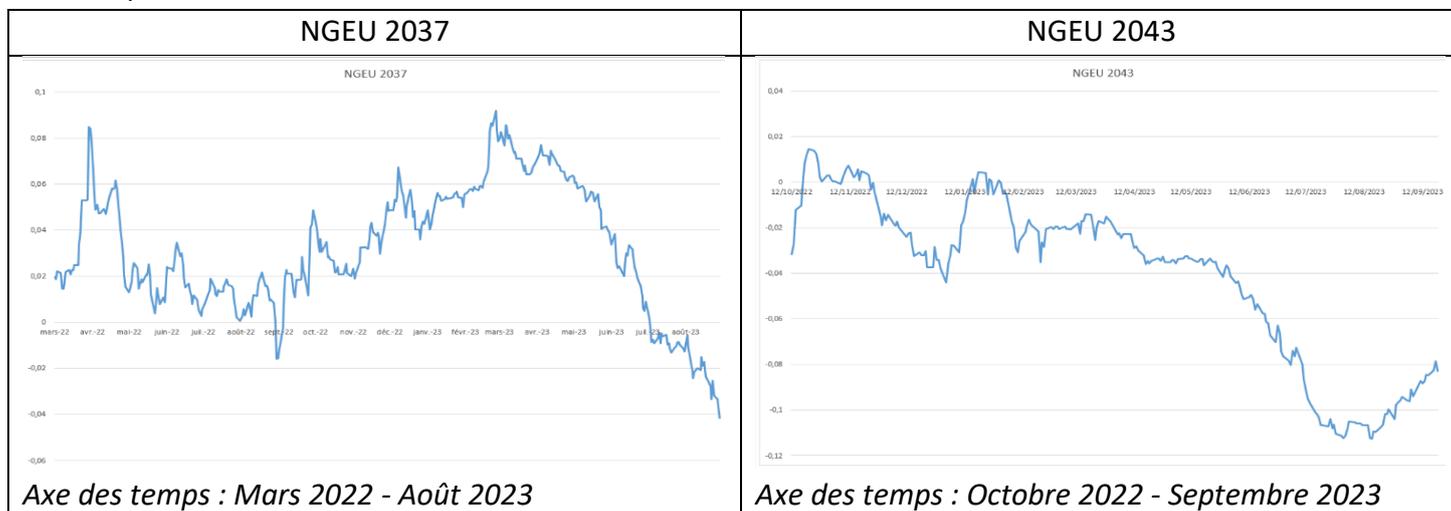


Source : BBG

Les titres NGEU (dette de l'union Européenne)

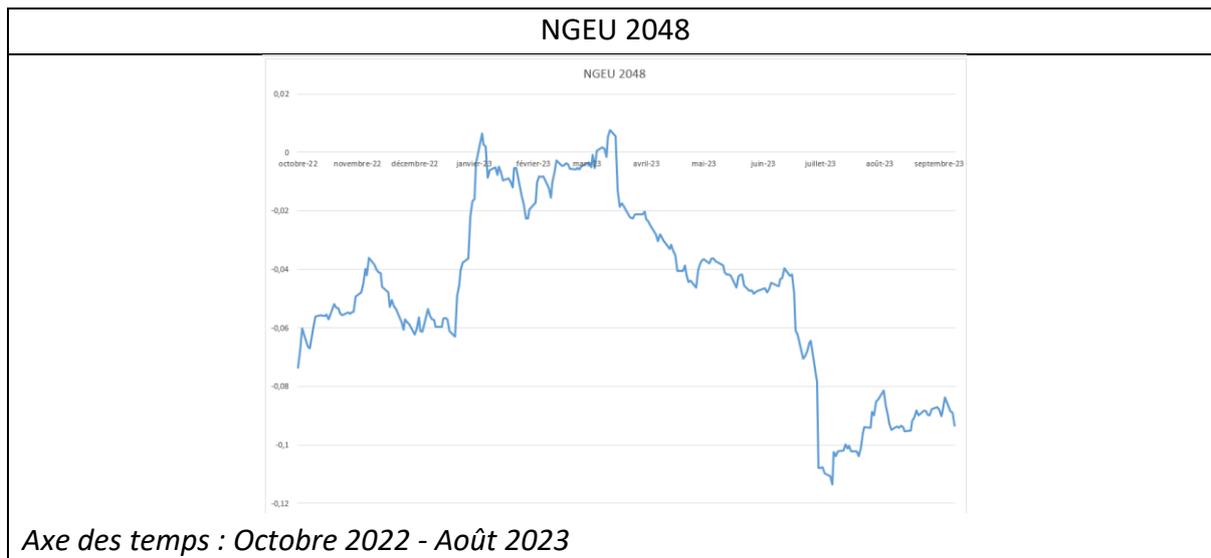
Les titres NGEU, plus récemment émis, se sont principalement appréciés en 2023.

Le programme NGEU³ est d'un montant élevé : 750 milliards, en euros constants 2018, soit 5 % du PIB de l'UE, et les émissions ont des montants très importants. C'est un marché nouveau, sur lequel les transactions sont souvent combinées avec des swaps ou autres produits dérivés.



Source : BBG

³ Confrontés à la crise sans précédent de la pandémie de la Covid-19, les États européens ont réagi collectivement en créant un programme spécifique, dédié à la reprise et à la résilience : le programme Next Generation EU (NGEU).



Source : BBG

Les évolutions récentes pouvant expliquer le renchérissement des obligations européennes souveraines vertes en 2022 et 2023.

L'intégration de la finance verte et plus largement des critères ESG dans le monde des actifs financiers s'est faite progressivement depuis plus de 10 ans.

On observe clairement une accélération de cette tendance sur les deux dernières années, en particulier dans le monde des SSA (Supranationales, Souveraines et obligations d'Agences) ou l'univers d'actifs verts est un développement plus récent. La mise en place de stratégies ESG de la part des investisseurs est également plus récente sur ces actifs relativement au monde des actions ou encore des obligations d'entreprise par exemple.

La demande des investisseurs pour des actifs ESG ainsi que l'évolution de la réglementation dans le domaine ont clairement été des catalyseurs depuis 2021. La réglementation SFDR (EU's Sustainable Finance Disclosure Regulation) en vigueur depuis le 10 mars 2021 a introduit le principe d'une classification des fonds en trois catégories :

- **Article 6** : produits qui n'ont pas d'objectifs ESG.
- **Article 8** : produits intégrant des caractéristiques d'ordre sociales ou environnementale sans pour autant aller jusqu'à introduire ces considérations dans leurs objectifs.
- **Article 9** : produits dont les objectifs en matière de soutenabilité sont explicites.

L'objectif pour les gérants de fonds consistant à essayer d'obtenir une classification parmi les deux dernières catégories afin de répondre à une demande de produits ESG grandissante de la part des investisseurs (particuliers ou institutionnels) est clairement un levier très puissant agissant sur la demande de titres verts.

Dans la mesure où cette réglementation est effective depuis mars 2021, on peut penser que le plein impact s'est fait ressentir courant 2022.

La hausse générale des taux qui a commencé en Europe en fin d'année 2022 peut avoir un rôle dans l'évolution des spreads. Avec des taux plus élevés, l'ensemble des écarts de rendement a tendance à augmenter. Toutefois ce phénomène est difficilement quantifiable.

Au-delà de la réglementation, l'intérêt pour les critères ESG des investisseurs institutionnels (telles que les Banques Centrales⁴) qui sont naturellement très présentes sur le marché de la dette souveraine a fortement progressé ces dernières années.

Dans un premier temps et compte tenu de la demande forte et soutenue sur ce segment de marché, des phénomènes de rareté ont conduit à un fort renchérissement des obligations vertes d'Etat (cf. supra).

Toutefois nous considérons qu'à plus long terme les obligations vertes doivent être plus chères de quelques points de base. Et dans la durée, sur un cycle long, on devrait donc trouver un spread « greenium » d'équilibre de long terme sur les marchés de titres verts souverains.

⁴ Les Banques centrales sont mentionnées ici en qualité d'investisseurs institutionnels.