

# PRENDRE EN COMPTE LES CHANGEMENTS CLIMATIQUES DANS LA DETTE SOUVERAINE



# LES SIX PRINCIPES DES PRI

## PRÉAMBULE AUX PRINCIPES

Il est de notre devoir, en tant qu'investisseurs institutionnels, d'agir dans l'intérêt à long terme de nos bénéficiaires. C'est en cette qualité de fiduciaire que nous estimons que les questions environnementales, sociales et de gouvernance d'entreprise (ESG) peuvent affecter la performance des portefeuilles d'investissement (à divers degrés selon les entreprises, les secteurs, les régions, les classes d'actifs et au fil du temps). Nous reconnaissons également que l'application de ces Principes est susceptible de mieux aligner les intérêts des investisseurs sur les objectifs plus larges de la société. Par conséquent, nous prenons les engagements suivants dès lors qu'ils sont en phase avec nos responsabilités fiduciaires :

- 1** Nous prendrons en compte les questions ESG dans les processus d'analyse et de décision en matière d'investissement.
- 2** Nous serons des investisseurs engagés et prendrons en compte les questions ESG dans nos politiques et pratiques d'investissement.
- 3** Nous demanderons aux entités dans lesquelles nous investissons de publier des informations appropriées sur les questions ESG.
- 4** Nous favoriserons l'acceptation et l'application des Principes auprès des acteurs de la gestion d'actifs.
- 5** Nous travaillerons ensemble pour accroître notre efficacité dans l'application des Principes.
- 6** Nous rendrons compte individuellement de nos activités et de nos progrès dans l'application des Principes.



## MISSION DES PRI

Nous estimons que la création de valeur à long terme passe par un système financier mondial durable et efficace du point de vue économique. Ce système doit récompenser les investissements responsables à long terme et profiter à l'environnement comme à la société tout entière.

Les PRI travaillent à la réalisation de ce système financier durable en encourageant l'adoption des Principes et la collaboration sur leur mise en œuvre. Les PRI favorisent la bonne gouvernance, l'intégrité et la responsabilité des investisseurs, et travaillent sur les obstacles à l'émergence d'un système financier durable, qu'ils se situent dans les pratiques, les structures ou les réglementations du marché.

### AVERTISSEMENT

Les informations contenues dans ce document sont fournies à titre indicatif seulement et ne constituent en aucun cas un conseil en investissement ni une recommandation juridique, fiscale ou autre. Elles ne doivent pas non plus être utilisées pour fonder une décision d'investir ou une autre décision. Les contenus n'offrent aucune opinion en matière de droit, d'économie, d'investissement ou d'autres domaines de la part des auteurs ou des éditeurs. PRI Association ne peut être tenue responsable du contenu des sites web et des sources d'informations auxquels il est fait référence. La présence de liens vers ces sites et la mention de ces sources ne valent pas approbation de leur contenu par PRI Association. PRI Association ne peut être tenue responsable des erreurs ou omissions, ni de toute décision prise ou action entreprise sur la base des informations contenues dans le présent document, ni de tout dommage ou préjudice résultant de cette décision ou de cette action ou causé par celles-ci. Toutes les informations sont fournies « en l'état », sans aucune garantie d'exhaustivité, d'exactitude ou d'actualité, ni des résultats obtenus de l'utilisation de ces informations, et sans garantie d'aucune sorte, expresse ou implicite.

#### Contenu rédigé par PRI Association

En ce qui concerne le contenu rédigé par PRI Association, sauf indication contraire, les opinions, recommandations, résultats, interprétations et conclusions exprimés sont uniquement ceux de PRI Association et ne représentent pas nécessairement les opinions des contributeurs ou des signataires des Principes pour l'Investissement Responsable (individuellement ou dans leur ensemble). Il ne faut pas en déduire qu'une autre organisation citée en référence approuve les conclusions énoncées. La mention des entreprises citées en exemple ne constitue en aucun cas un soutien à ces organisations de la part de PRI Association ou des signataires des Principes pour l'Investissement Responsable. Même si nous nous sommes efforcés de proposer des informations issues de sources fiables et à jour, la présence de retards, d'omissions ou d'inexactitudes n'est pas exclue, en raison de l'évolution constante des statistiques, législations, règles et réglementations.

#### Contenu rédigé par des tiers

L'exactitude de tout contenu fourni par un contributeur externe relève de la responsabilité de ce dernier. Les opinions exprimées dans tout contenu fourni par des contributeurs externes sont celles de ces derniers uniquement. Elles ne sont pas approuvées par PRI Association ou tout signataire des Principes pour l'Investissement Responsable autre que le(s) contributeur(s) externe(s) nommé(s) en tant qu'auteur(s), ni ne correspondent nécessairement à leurs opinions.

# SOMMAIRE

REMERCIEMENTS	4
SYNTHÈSE	5
AVANT-PROPOS	7
COMPRENDRE LE CADRE DU RISQUE CLIMATIQUE	8
RISQUE PHYSIQUE	9
RISQUE DE TRANSITION	10
RISQUE LIÉ À LA RÉPONSE POLITIQUE	11
SOURCES DE DONNÉES ET D'INFORMATIONS	13
ÉTUDE DE CAS	14
FAVORISER LES RÉSULTATS EN MATIÈRE DE CLIMAT	18
OBLIGATIONS LABELLISÉES	19
OPPORTUNITÉS	25
PROCHAINES ÉTAPES	27
CRÉDITS	28

---

# REMERCIEMENTS

Les PRI souhaitent remercier les membres suivants, actuels et passés, du Comité [consultatif sur la dette souveraine \(SDAC\)](#) pour leurs conseils :

- Claudia Gollmeier (présidente), Colchester Global Investors
- Kristian Hartelius, AP2
- Jan Berthold, Fidelity International
- Joanna Woods, Franklin Templeton
- Susan Burns, Global Footprint Network
- Sorin Pirău, Janus Henderson Investors
- Yvette Klevan, Lazard Asset Management
- Frederick Isleib, Manulife Investment Management
- Kaan Nazli, Neuberger Berman
- Nicolas Jaquier, Ninety One
- Ann Frank Andresen, Nordea Asset Management
- Kristin Ceva, Payden & Rygel
- Lupin Rahman, PIMCO
- Marayka Ward, QIC
- My-Linh Ngo, RBC BlueBay Asset Management
- Rikkert Scholten, Robeco
- Matthew Graves, Western Asset Management
- Yvette Babb, William Blair

# SYNTHÈSE

Les investisseurs en dette souveraine n'ont traditionnellement intégré les facteurs environnementaux dans leur analyse que dans certaines circonstances, par exemple lorsque les pays sont particulièrement vulnérables aux phénomènes météorologiques extrêmes, ou dépendent de matières premières douces ou du tourisme. Mais ils adoptent de plus en plus une approche systématique de l'analyse des risques climatiques et des résultats pour les raisons suivantes :

- la gravité et la fréquence croissantes des phénomènes météorologiques et leurs effets perturbateurs sur les économies, y compris sur les chaînes d'approvisionnement ;
- une intensification de la réglementation exigeant des investisseurs qu'ils rendent compte de leur exposition aux risques climatiques et de leur atténuation de ces risques ;
- un intérêt accru pour les considérations de durabilité parmi les investisseurs particuliers et les investisseurs institutionnels (avec une proportion élevée d'obligations d'État dans les portefeuilles de ces derniers) ;
- l'amélioration de l'accès aux outils et aux données qui facilitent l'analyse des risques liés au climat pour les États souverains.

Ce rapport vient s'ajouter à la série de publications des PRI sur les considérations ESG dans l'analyse de la dette souveraine et, plus généralement, sur les questions environnementales. S'appuyant sur les contributions des membres du SDAC et sur des recherches documentaires, il se concentre spécifiquement sur les changements climatiques et n'aborde pas d'autres sujets environnementaux, tels que la déforestation et la biodiversité, bien qu'il reconnaisse les liens entre ces questions.

Il vise à jeter les bases de travaux futurs en aidant les investisseurs à réfléchir à la manière d'intégrer les considérations relatives aux changements climatiques dans l'évaluation de la dette souveraine. De nombreux acteurs des marchés financiers, en particulier les investisseurs institutionnels, n'en sont qu'au début du processus.

La première section du rapport traite de la manière d'aborder les changements climatiques en tant que risque pour les investissements dans la dette souveraine. Il définit et distingue trois types de risques : le risque physique, le risque de transition et le risque lié à la réponse politique d'un pays, bien que ces catégories ne s'excluent pas mutuellement. Cette section couvre également les défis et les opportunités en matière de données.

La deuxième partie du document traite de l'établissement d'un lien entre les investissements en obligations souveraines et les résultats positifs en matière de climat, en examinant à la fois les obligations labellisées comme les obligations vertes et le marché émergent des obligations souveraines liées à la durabilité (« sustainability linked bonds »). Cette section conclut sur les possibilités et les recommandations pour améliorer l'alignement sur ces résultats positifs.

Le public cible comprend les gestionnaires d'actifs, les investisseurs institutionnels et les consultants en investissement. Pour faciliter la discussion sur les risques climatiques entre ces acteurs du marché, nous avons élaboré un questionnaire pour aider à délimiter les risques et à valider les actions des investisseurs en obligations souveraines (voir figure 1). Le rapport est également pertinent pour les émetteurs de dette souveraine qui cherchent à comprendre les perspectives et les objectifs des investisseurs en matière de climat.

**Figure 1 : Questions pour les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'actifs et les consultants en investissement**

Questions	Applicable à
<b>Risques</b>	
Pourquoi considérez-vous les risques et les opportunités d'investissement liés au climat ?	<b>Tous</b>
Comment intégrez-vous les considérations relatives au risque climatique dans votre processus d'investissement ?	<b>Tous</b>
Souhaiteriez-vous réduire votre exposition à certains pays sur la base du risque climatique ?	<b>Tous</b>
<b>Objectifs</b>	
Quels sont vos objectifs climatiques pour vos obligations souveraines ?	<b>Tous</b>
Quelle est votre approche des obligations souveraines labellisées ?	<b>Tous</b>
Êtes-vous prêt à poursuivre des objectifs climatiques concrets en tant qu'objectifs distincts, même si cela entrave le rendement financier ?	<b>Investisseur institutionnel</b>
Que pensez-vous du biais de revenu, c'est-à-dire de l'idée selon laquelle la prise en compte des facteurs ESG dans la dette souveraine peut désavantager les pays les plus pauvres ?	<b>Tous</b>
Quel est votre point de vue sur la transition juste dans la prise en compte des facteurs ESG dans la dette souveraine ?	<b>Tous</b>
<b>Processus d'investissement</b>	
Vous engagez-vous auprès des émetteurs d'obligations souveraines ou d'autres parties prenantes sur la question du climat ?	<b>Tous</b>
Quels sont les mécanismes mis en place pour garantir l'alignement entre les analystes ESG et les gestionnaires de portefeuille s'ils font partie d'équipes distinctes ?	<b>Gestionnaire d'actifs</b>
<b>Cibles, critères de référence et rapports</b>	
Comment formuleriez-vous des objectifs climatiques pour les obligations souveraines ?	<b>Consultant en investissement</b>
Quelle approche adopter si les gestionnaires ne parviennent pas à atteindre un objectif climatique convenu ?	<b>Consultant en investissement, investisseur institutionnel</b>
Quelle est la meilleure façon de mesurer les émissions de carbone dans les portefeuilles d'obligations souveraines ?	<b>Tous</b>
Quelle est votre approche des indices/références lorsque vous intégrez des considérations climatiques ?	<b>Tous</b>
Est-ce que vous ou les investisseurs avec lesquels vous travaillez avez des exigences en matière de reporting ou de réglementation liées au climat ?	<b>Tous</b>

# AVANT-PROPOS

Depuis un certain temps, les questions liées au climat sont pertinentes pour l'évaluation économique de certains pays. Toutefois, compte tenu de l'augmentation de la fréquence et de l'ampleur des phénomènes météorologiques extrêmes ainsi que du renforcement de la réglementation mondiale en matière de climat, les investisseurs commencent à s'interroger sur la manière d'intégrer systématiquement les risques physiques et de transition dans leur processus d'investissement, et ce dans un plus grand nombre de pays.

Les problèmes climatiques physiques peuvent avoir une incidence sur le PIB : par exemple, les catastrophes naturelles peuvent affecter les biens et les infrastructures et perturber les chaînes d'approvisionnement, mais aussi accroître l'inflation et les prévisions d'inflation, par exemple par le biais des prix des denrées alimentaires. Alors que ces derniers sont notoirement volatils et tendent à être exclus du calcul de l'inflation structurelle, la fréquence et la gravité des phénomènes météorologiques extrêmes signifient que leurs impacts pourraient être plus prononcés et plus durables à l'avenir. De même, les changements climatiques peuvent influencer sur les tendances démographiques (par exemple par le biais des migrations) ou entraîner des changements dans les modes de production, avec des effets à la fois positifs et négatifs sur la croissance économique. Ces facteurs entrent dans l'analyse de la capacité d'un pays à rembourser sa dette et, à leur tour, peuvent avoir une incidence sur les coûts de financement.

Le risque de transition peut également être considéré sous l'angle des risques et des opportunités. Par exemple, les économies qui dépendent des revenus des énergies fossiles peuvent se diversifier dans d'autres secteurs économiques afin de protéger leur budget national contre des actifs qui pourraient être abandonnés à l'avenir. De même, les économies qui dépendent des importations de énergies fossiles et celles qui gèrent la transition vers une économie à faibles émissions de carbone devront réfléchir à d'autres sources d'approvisionnement en énergie et à des réformes économiques structurelles. Les conséquences de l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont montré à quel point il peut être coûteux pour un pays de faire face à une transition rapide, avec des coûts énergétiques plus élevés et donc une inflation qui se propage au-delà des frontières.

Ces changements nécessitent des politiques appropriées en matière de climat et de transition, y compris des politiques de transition juste, qui sont essentielles pour gérer les coûts sociaux de la transition d'un pays tout en offrant des possibilités de bien-être et d'emploi.

Outre l'attention accrue portée aux risques physiques et de transition, les investisseurs, en particulier les investisseurs institutionnels, sont de plus en plus nombreux à se fixer des cibles « net zero ». Toutefois, en ce qui concerne les États souverains, les investisseurs ne disposent pas d'un cadre d'évaluation qui les aiderait à comprendre les risques climatiques et à fournir une méthodologie d'alignement claire pour un portefeuille net zéro. Les PRI, en collaboration avec les signataires, d'autres réseaux d'investisseurs et les gestionnaires d'investissement qui les parrainent, ont travaillé à l'élaboration d'un document intitulé [Assessing Sovereign Climate-related Opportunities and Risks \(ASCOR\)](#) qui fournit un outil pratique pour aider l'industrie dans



## CLAUDIA GOLLMEIER, CFA

Président du comité consultatif des PRI sur la dette souveraine  
Directeur général (Singapour),  
Chargé d'investissement principal,  
Colchester Global Investors

cette voie. L'objectif du projet ASCOR est d'évaluer les pays émetteurs de dette souveraine en fonction de trois piliers du cadre :

1. trajectoire des émissions de carbone
2. politique en matière de climat
3. outils de financement de la transition

Ce document sur le climat rassemble tous ces aspects et doit être considéré comme un recueil théorique du projet ASCOR afin d'aider les investisseurs qui commencent à intégrer des considérations liées au climat dans leur analyse souveraine. Il vient s'ajouter à l'ensemble des ressources éducatives des PRI auxquelles je suis ravie d'avoir contribué en tant que présidente du SDAC. Les contributions des membres du SDAC à ce travail ont également été essentielles.

# COMPRENDRE LE CADRE DU RISQUE CLIMATIQUE



Les investisseurs obligataires peuvent aborder l'investissement responsable avec différents objectifs. Pour certains, l'optimisation des rendements ajustés au risque est le seul objectif. D'autres mettent également l'accent sur l'obtention de résultats concrets en matière de développement durable<sup>1</sup>. Ces objectifs vont souvent de pair – par exemple, de nombreux investisseurs considèrent qu'une transition climatique réussie d'un État souverain est bénéfique pour leur portefeuille ainsi que pour les citoyens. Sous la pression des régulateurs, des investisseurs institutionnels et des consultants en investissement, les investisseurs accordent de plus en plus d'importance aux changements climatiques.

La pertinence économique et la matérialité des changements climatiques sont évidentes pour de nombreux investisseurs en dette souveraine et certains travaux universitaires ont déjà montré le lien entre les facteurs climatiques et les obligations souveraines. Une sélection de ces travaux est résumée dans l'encadré ci-contre.

Cependant, il est très difficile de quantifier l'impact exact des changements climatiques sur les rendements de la dette souveraine. En particulier :

- Les rendements obligataires dépendent non seulement du risque de crédit, mais aussi de l'inflation, des taux d'intérêt, de la structure des échéances ou du risque de change.
- Certains risques climatiques – et les politiques visant à y remédier – s'inscrivent dans un horizon temporel trop long pour être pris en compte dans les obligations souveraines à plus court terme.
- Les pays n'ont pas tous la même capacité à résister aux risques climatiques : par exemple, les économies plus grandes et plus diversifiées peuvent absorber plus facilement ces risques physiques et de transition. La solidité des finances et des institutions d'un pays est également importante.

Le risque climatique englobe différentes composantes : le risque physique, qui fait référence aux effets d'un climat changeant, qu'ils soient aigus (par exemple des événements météorologiques extrêmes) ou chroniques (par exemple l'élévation du niveau de la mer) ; et le risque de transition, qui fait référence au passage à une économie à faibles émissions de carbone et aux bouleversements et opportunités qui en découlent.

Contrairement aux entreprises, les gouvernements définissent et mettent en œuvre des politiques et des réglementations pour l'ensemble des économies nationales. Dans ce contexte, il est intéressant d'ajouter une troisième composante : les risques liés à la réponse politique d'un pays aux facteurs des changements climatiques.

Cette section a pour but d'expliquer en quoi le risque climatique est pertinent pour les investissements dans la dette souveraine, afin de servir de base aux travaux futurs. Elle explorera tour à tour chaque composante du risque climatique (physique, transition et réponse politique) et couvrira les sources de données ainsi que les défis et les opportunités qui y sont liés. Elle présentera également des études de cas brèves et non exhaustives de deux pays émergents, l'Afrique du Sud et l'Inde, et d'un pays développé, l'Australie.

## Exemples de recherches universitaires récentes sur le risque climatique et les obligations souveraines

John Beirne, Nuobu Renzhi et Ulrich Volz (2020) [Feeling the heat: Climate risks and the cost of sovereign borrowing](#) : montre que les rendements des obligations souveraines augmentent avec la vulnérabilité climatique et, dans une moindre mesure, avec la résilience climatique (selon que l'économie a mis en place des mesures pour faire face à l'exposition aux risques climatiques).

Julia Bingle (2022) [Expect the worst, hope for the best: The valuation of climate risks and opportunities in sovereign bonds](#) : montre que pour les obligations d'État à plus long terme émises par des pays mieux notés, des rendements plus faibles sont associés à une meilleure performance en matière de transition climatique, à une moindre exposition au risque de transition et à une plus grande opportunité de transition. C'est notamment le cas depuis l'accord de Paris de 2015. Pour les pays les moins bien notés, une préparation moindre à la gestion des effets physiques du climat est associée à des rendements plus élevés.

Hannes Boehm (2022) [Physical climate change and the sovereign risk of emerging economies](#) : montre que pour les pays chauds et dotés d'institutions de moindre qualité, la performance de la dette souveraine se dégrade avec l'écart de température par rapport à la moyenne historique.

Serhan Cevik and João Tovar Jalles (2020) [This Changes Everything: Chocs climatiques et obligations souveraines](#) : montre que la résilience climatique (définie ici comme la capacité à faire face aux conséquences des changements climatiques) contribue à réduire le coût des emprunts, tandis que la vulnérabilité climatique augmente les coûts d'emprunt.

Sierra Collender, Baoqing Gan, Christina Sklibosios Nikitopoulos, Kylie-Anne Richards et Laura Simone Ryan (2022) [Climate Transition Risk in Sovereign Bond Markets](#) : entre autres constatations, suggère que des émissions de CO<sub>2</sub> plus importantes sont associées à des taux de rendements ainsi que des spreads aux bons du Trésor américain plus élevés.

<sup>1</sup> PRI (2022) [Fixed income investing: delivering returns and achieving outcomes](#)



## RISQUE PHYSIQUE

Le risque physique résultant des changements climatiques peut être divisé en deux types, tous deux ayant des conséquences potentielles sur la dette souveraine :

**Événements aigus** : Les économies des États souverains sont normalement suffisamment importantes pour résister à des événements climatiques extrêmes isolés. Toutefois, les pays pauvres ou de petite taille sont potentiellement vulnérables, notamment en raison d'une gouvernance plus faible et d'un manque de ressources financières. Les catastrophes récurrentes peuvent également peser sur la croissance économique au fil du temps. Cette situation peut à son tour entraîner une baisse des recettes et une augmentation des dépenses publiques et, en fin de compte, accroître le risque de défaut.

La recherche démontre également un lien entre les phénomènes météorologiques extrêmes et les taux d'inflation, bien que la direction et l'ampleur de l'effet sur l'inflation varient en fonction du phénomène météorologique et de l'horizon temporel, les sécheresses et les étés chauds étant particulièrement inflationnistes<sup>2</sup>.

**Risques chroniques** : Les changements climatiques à long terme, tels que l'élévation du niveau des mers, la hausse des températures et la modification des régimes de précipitations, peuvent avoir divers effets pertinents pour la dette souveraine, notamment :

- des changements dans l'activité économique, par exemple en rendant certains secteurs de produits de base plus ou moins rentables, ou en modifiant les schémas touristiques<sup>3</sup> ;
- les migrations à l'intérieur des pays et entre les pays en raison de l'inhospitalité des terres ;
- l'augmentation des dépenses publiques, par exemple pour les défenses contre les inondations.

Une part importante des coûts d'adaptation et d'atténuation sera probablement supportée par les gouvernements nationaux plutôt que par le secteur privé. Cela risque de créer un cercle vicieux dans lequel les États souverains les plus vulnérables devront payer les factures les plus élevées, mais aussi payer la prime de risque climatique la plus élevée sur leurs coûts d'emprunt, ce qui entravera les investissements.

La distinction entre la présence de l'aléa à proprement parler, l'exposition et la vulnérabilité est importante pour les investisseurs qui évaluent les données sur les risques physiques

## DÉMÊLER LE RISQUE PHYSIQUE

Le niveau de risque physique d'un pays dépend non seulement de l'exposition d'un lieu à un aléa, mais aussi de la vulnérabilité de son infrastructure, de son activité économique ou de sa population, comme le montre la figure 2. La distinction entre la présence de l'aléa à proprement parler, l'exposition et la vulnérabilité est importante pour les investisseurs qui évaluent les données sur les risques physiques.

Figure 2 : Relation entre aléa, exposition et vulnérabilité



Source : Understanding Risk [What is disaster risk?](#)

Par exemple, les Pays-Bas et le Viêt Nam sont tous deux très exposés aux inondations. Toutefois, le Viêt Nam est plus vulnérable à ce risque. En effet, les Pays-Bas contrôlent la propagation des inondations grâce à des technologies de résilience, telles que les vannes et les digues, et disposent d'une solide stratégie de financement public pour assurer la pérennité des défenses contre les inondations<sup>4</sup>. Les villes néerlandaises sont bien adaptées pour faire face aux inondations, alors que les pays moins développés n'ont pas le même niveau de planification et de qualité de construction<sup>5</sup>.

2 FMI (2022) [How Persistent are Climate-Related Price Shocks? Implications for Monetary Policy](#) ; BCE (2021) [Feeling the heat: extreme temperatures and price stability](#)

3 Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture [Agriculture on the proving grounds: damage and loss](#)

4 Gouvernement des Pays-Bas [Delta Programme: flood safety, freshwater and spatial adaptation](#)

5 Journal of Flood Risk Management (2021) [Understanding and assessing flood risk in Vietnam: Current status, persisting gaps, and future directions](#)

## RISQUE DE TRANSITION

À chaque perturbation grave due aux changements climatiques, la possibilité que les gouvernements, les entreprises et le public prennent des mesures décisives pour réduire les émissions de carbone s'accroît. Dans la mesure où ces changements se produisent, les économies seront confrontées à des changements importants. Les secteurs à forte empreinte carbone peuvent être confrontés à une réduction de la demande et à des restrictions politiques plus importantes, tandis que les secteurs plus propres peuvent se développer et prospérer. Même les pays qui ne mettent pas en œuvre de politiques de transition seront exposés du fait de leurs interactions avec les gouvernements et les entreprises qui le font. Les effets d'entraînement sur la dette souveraine prendront de nombreuses formes :

- **Finances publiques** : Pour un pays donné, tout déclin des industries à forte teneur en carbone ou toute baisse de la demande internationale pour les exportations peut nuire à sa situation budgétaire. En outre, les gouvernements peuvent choisir d'utiliser des ressources fiscales pour subventionner ou stimuler les secteurs à faible émission de carbone.
- **Taux d'intérêt** : Les banques centrales ajusteront les taux d'intérêt en fonction des tendances de la croissance économique et de l'inflation, tendances qui pourraient être affectées par la transition climatique. Par exemple, les pays bien positionnés pour la transition peuvent connaître une croissance économique plus élevée à long terme qu'ils ne le feraient autrement. Par ailleurs, l'énergie étant une composante importante de l'inflation, des facteurs tels que les prix des énergies fossiles et l'offre de sources d'énergie renouvelables pourraient prendre de plus en plus d'importance.

La trajectoire de la transition est inévitablement liée à la politique gouvernementale. Il peut en résulter de nombreux effets de second ordre, qui sont examinés plus en détail dans la section consacrée à la réponse politique.

La section suivante examine les différentes mesures des émissions de carbone que les investisseurs peuvent prendre en compte dans leur analyse. Ces paramètres sont importants pour les investisseurs, car ils indiquent dans quelle mesure les pays doivent s'adapter pour atteindre le niveau zéro net et permettent de suivre les performances de leurs portefeuilles par rapport aux objectifs climatiques (y compris sur des horizons temporels plus longs, par exemple en ce qui concerne les voies de transition et l'analyse des scénarios).

## MESURES DES ÉMISSIONS DE CARBONE

Il existe différentes façons de mesurer l'empreinte des émissions dans l'ensemble d'une économie, notamment en utilisant des données basées sur la production (ou sur le territoire) ou sur la consommation :

- Les données basées sur la production tiennent compte de toutes les émissions de carbone générées à l'intérieur des frontières d'un pays : c'est l'approche la plus courante au niveau national et elle est plus opportune.

- Les données basées sur la consommation sont ajustées pour tenir compte des échanges commerciaux : les mesures des émissions reflètent mieux les endroits où les produits à l'origine des émissions sont consommés plutôt que produits.

Le choix est important. L'Australie, exportatrice de matières premières, a des émissions de consommation inférieures aux émissions de production, alors que pour de nombreux pays européens, c'est plutôt l'inverse<sup>6</sup>. De nombreuses économies développées peuvent effectivement externaliser les émissions de production ailleurs – en particulier dans les économies émergentes – à mesure que leurs industries abandonnent les énergies fossiles (un processus connu sous le nom de « fuite de carbone »)<sup>7</sup>.

Le Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF) propose le calcul suivant pour attribuer les émissions des investissements dans la dette souveraine, avec le PIB ajusté à la parité de pouvoir d'achat (PPA)<sup>8</sup>.

$$\text{Émissions attribuées} = \frac{\text{Exposition de l'investisseur à l'obligation souveraine (US\$)}}{\text{PIB ajusté en fonction de la PPA (US\$ internationaux)}} \times \text{Émissions souveraines (tCO}_2\text{e)}$$

La fraction représente approximativement l'exposition de l'investisseur à l'émetteur, en proportion de la valeur globale de ce dernier. Pour les entreprises, la valeur peut être mesurée par la valeur de l'entreprise, y compris les liquidités (EVIC). Mais l'EVIC n'est pas adapté aux États souverains, qui n'ont pas le même type de valeur de fonds propres. L'utilisation de la dette comme indicateur de valeur serait trompeuse, car les pays se financent également par le biais des recettes fiscales. Par conséquent, le PCAF utilise une mesure de la production du pays (PIB corrigé des PPA). Comme source de données, le PCAF suggère les chiffres de la Banque mondiale (basés sur les dollars internationaux courants)<sup>9</sup>.

Il peut également être utile de mesurer l'intensité des émissions de carbone d'un pays. Le PCAF recommande les mesures suivantes :

- Émissions de production  
PIB corrigé des PPA
- Émissions liées à la consommation  
Capita

Ces différentes mesures du carbone peuvent avoir une incidence considérable sur le classement des pays<sup>10</sup>. Si le processus de construction d'un indice ou d'un portefeuille de dette souveraine est basé sur les émissions des pays, le choix de la mesure peut affecter l'allocation du capital.

6 Our World in Data (octobre 2019) [How do CO2 emissions compare when we adjust for trade?](#)

7 Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment (décembre 2021) [What is carbon leakage? Clarifying misconceptions for a better mitigation effort](#)

8 PCAF (2022) [Financed Emissions 2nd Edition \(2022\)](#)

9 Banque mondiale [GDP, PPP \(current international \\$\)](#)

10 EMSO (2022) [Another way of looking at a country's carbon footprint: A tale of Switzerland and South Africa](#)

## RISQUE LIÉ À LA RÉPONSE POLITIQUE

En ce qui concerne la réponse politique aux risques climatiques, les investisseurs doivent juger de la crédibilité des plans, des objectifs et des affirmations de l'État. En outre, l'action des gouvernements aura des effets considérables sur les économies et les sociétés, dans certains cas de manière involontaire. Cela devrait également faire partie de l'analyse de la souveraineté. Ces deux domaines sont examinés ci-dessous.

### ÉVALUER LA RÉPONSE DE LA POLITIQUE CLIMATIQUE

Jusqu'à présent, la politique climatique des gouvernements s'est surtout concentrée sur les engagements qu'ils ont pris en matière de réduction des émissions. Ces engagements sont importants, mais ils s'étalent souvent sur plusieurs décennies. Il est également important d'analyser les objectifs intermédiaires et les progrès réalisés dans la mise en œuvre de la politique.

En ce qui concerne la réponse aux risques physiques, les investisseurs peuvent vérifier les politiques d'adaptation et de réduction des risques de catastrophe en utilisant les plans nationaux d'adaptation (PNA) d'un pays. Ils peuvent prendre en compte les caractéristiques spécifiques des PNA, notamment

la présence de systèmes de suivi et d'évaluation. En outre, les politiques de réduction des risques de catastrophes et les stratégies de financement peuvent indiquer à quelles ressources financières un pays a accès et dans quelle mesure il est en mesure de renforcer sa capacité d'adaptation pour réduire l'impact des aléas physiques<sup>11</sup>.

Les questions qui pourraient être utilisées pour évaluer les pays souverains sont énumérées dans la figure 3. Celles-ci pourraient constituer la base des efforts de recherche et/ou d'engagement d'un investisseur, qu'ils soient individuels ou collaboratifs. Contrairement à l'engagement des entreprises, les investisseurs peuvent s'engager auprès d'un large éventail d'entités pour un même souverain<sup>12</sup>.

Les promesses non tenues, les incohérences manifestes dans l'approche ou les environnements politiques ou institutionnels difficiles en termes d'incitations et de responsabilité constituent un risque lié à la réponse politique pour les investisseurs.

Figure 3 : Questions pour l'évaluation des politiques climatiques

Questions
<b>Risque physique</b>
Quelle est la capacité et la volonté du secteur public en matière de dépenses d'investissement ?
Existe-t-il des plans d'adaptation ?
<b>Risque de transition</b>
Dans quelle mesure le secteur privé est-il innovant en matière de technologies climatiques ?
Les investissements d'un gouvernement (y compris les subventions) sont-ils conformes à ses engagements publics en matière de climat ?
<b>Action pour le climat</b>
Existe-t-il des objectifs intermédiaires ou sectoriels en matière d'émissions nettes zéro ; dans la négative, quels seraient des objectifs réalistes ?
Le gouvernement national peut-il être tenu pour responsable de ses actions (ou de son absence d'action) en matière de changement climatique ?
Existe-t-il un régime de taxe sur le carbone conforme aux normes internationales ?

11 Leiter (2021) [Do governments track the implementation of national adaptation plans?](#)

12 PRI (2020) [ESG engagement for sovereign debt investors](#)

Les changements climatiques devenant un sujet de plus en plus important dans la diplomatie, ils pourraient contribuer à des changements géopolitiques. Les évolutions géopolitiques peuvent affecter les schémas commerciaux et les flux financiers, et parfois conduire à des sanctions économiques : autant d'éléments à prendre en compte dans l'évaluation des obligations souveraines.

## EFFETS DE SECOND ORDRE

Les politiques gouvernementales visant à atténuer les risques des changements climatiques – par exemple la réduction de la production d'énergies fossiles ou la construction d'infrastructures adaptées aux phénomènes météorologiques extrêmes – ont leurs propres conséquences sur la croissance économique et la cohésion sociale. De par leur nature, ces effets de second ordre sont difficiles à prévoir à l'avance. Toutefois, certains domaines d'investigation sont à prendre en compte :

La **transition énergétique** : La transition rapide des énergies fossiles vers des sources d'énergie à faible teneur en carbone est susceptible d'avoir d'importants effets de second ordre, par exemple :

- L'incapacité à gérer la transition de manière à garantir un approvisionnement énergétique fiable et abordable pourrait être préjudiciable à l'économie et provoquer des bouleversements sociaux et politiques.
- Les effets inflationnistes ou désinflationnistes de la transition vers une économie à faibles émissions de carbone (par exemple l'inflation due à une hausse des prix des matériaux essentiels à la transition, ou la désinflation résultant d'un coût marginal moins élevé de la production d'énergie à partir de sources renouvelables<sup>13</sup>) peuvent s'intégrer dans d'autres secteurs de l'économie.

La **transition juste** : Lorsque les secteurs à forte intensité de carbone s'adapteront ou déclineraient au cours de la transition, les travailleurs et les communautés géographiques qui dépendent de ces secteurs risquent d'avoir du mal à s'en sortir sans l'aide des pouvoirs publics. Du point de vue d'un État souverain, cela pourrait accroître les troubles sociaux, créer des pressions budgétaires et saper le soutien aux politiques respectueuses du climat.

La **stratégie industrielle** : Les efforts déployés par les pouvoirs publics pour promouvoir les secteurs et les technologies qui contribuent à réduire les émissions auront des répercussions plus larges sur l'ensemble de l'économie et inciteront peut-être d'autres juridictions à prendre des mesures similaires. À titre d'exemple potentiel émergent, au moment de la publication, les pays européens débattaient pour savoir comment répondre à la loi américaine sur la réduction de l'inflation<sup>14</sup>. La stratégie industrielle liée au climat peut affecter le commerce, la compétitivité et, en fin de compte, les taux de croissance économique et les recettes fiscales.

Les **évolutions géopolitiques** : Les changements climatiques devenant un sujet de plus en plus important dans la diplomatie, ils pourraient contribuer à des changements géopolitiques. Les évolutions géopolitiques peuvent affecter les schémas commerciaux et les flux financiers, et parfois conduire à des sanctions économiques : autant d'éléments à prendre en compte dans l'évaluation des obligations souveraines. En outre, les appels des plus grands émetteurs en faveur d'un soutien accru aux États souverains vulnérables se sont multipliés ces dernières années, aboutissant à la création d'un fonds pour les pertes et dommages lors de la COP27, dans le contexte d'un changement climatique affectant certains pays de manière disproportionnée. Les engagements envers les pays en développement constituent une forme de passif éventuel, tandis que les bénéficiaires sont en mesure d'améliorer leur situation budgétaire. Cela peut avoir une incidence sur les coûts de financement.

<sup>13</sup> IEA (mai 2022) [Critical minerals threaten a decades-long trend of cost declines for clean energy technologies](#); Isabel Schnabel (mars 2022) [Speech: A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation](#)

<sup>14</sup> E3G (2022) [The Inflation Reduction Act & the EU: The need to strengthen the transatlantic trade relationship](#); FMI (juin 2023) [Green trade tensions](#)

## SOURCES DE DONNÉES ET D'INFORMATIONS

Les investisseurs ont besoin de données pour évaluer et encadrer le risque climatique des obligations souveraines. Ces données peuvent provenir de différentes sources et peuvent ne pas être destinées en premier lieu à l'usage des investisseurs. Ils peuvent être produits par les gouvernements eux-mêmes (par exemple, les offices nationaux de statistiques), par des ONG, par des organisations multilatérales comme la Banque mondiale ou par des tiers à but lucratif.

Voici quelques exemples de sources de données et d'informations librement accessibles :

- [Building Resilience Index](#): Il fournit des informations géolocalisées sur les risques naturels et la résilience des bâtiments.
- [CLIMADA](#): Cet outil de l'ETH Zurich est une plateforme de modélisation des risques naturels.
- [Climate Action Tracker](#): Il permet de suivre les objectifs et les politiques des pays en matière de climat.
- [EDGAR](#): La base de données des émissions pour la recherche atmosphérique mondiale (Emissions Database for Global Atmospheric Research) fournit des estimations des émissions de gaz à effet de serre.
- [IMF Climate Change Indicators Dashboard](#): Ce tableau de bord présente une série de données nationales liées au climat, notamment sur les émissions de carbone, les politiques et l'économie.
- [Inevitable Policy Response forecasts](#): Ces prévisions peuvent être utilisées pour former des attentes politiques entre les pays. En particulier, le suivi trimestriel des prévisions fournit aux investisseurs une évaluation complète et opportune de la pertinence, de la crédibilité et de l'impact des principales évolutions climatiques par rapport au scénario de politique prévisionnelle de l'IPR et au scénario de politique requise de 1,5 °C.
- [Global Carbon Atlas](#): Contient des données sur les émissions de carbone des pays, avec différentes options de pondération et différents types de mesure des émissions.
- [Global Footprint Network's Open Data Platform](#): La plateforme fournit l'empreinte carbone liée à la consommation de plus de 180 pays.
- [ND-GAIN Country Index](#): Cet indice évalue la vulnérabilité dans les catégories de l'alimentation, de l'eau, de la santé, des services écosystémiques et des infrastructures, et évalue l'état de préparation en examinant les facteurs de stabilité politique, économique et sociale.
- [Net Zero Tracker](#): Il s'agit d'explorer la couverture des plans « net zéro ».
- [NGFS climate scenarios](#): Le Network for Greening the Financial System (NGFS), qui comprend des banques centrales et des autorités de surveillance financière, a élaboré des scénarios pour le risque physique et le risque de transition, en fonction de l'évolution de la transition.
- [Our World in Data – CO2 emissions](#): Fournit des données sur les émissions de carbone par pays.
- [World Bank Sovereign ESG Data Portal](#): Présente une série d'indicateurs, ainsi que des outils permettant de visualiser et de comparer les tendances.
- [WorldRiskIndex](#): Montre le risque de catastrophes dues à des événements extrêmes et aux changements climatiques, calculé comme la moyenne géométrique des indicateurs d'exposition et de vulnérabilité.

De nombreux fournisseurs commerciaux de données financières ont commencé à proposer des données et des produits, tels que des notations de risque, des scores et des outils d'évaluation de portefeuille, que les investisseurs peuvent utiliser pour analyser le risque climatique. Toutefois, ce n'est que récemment que leur couverture s'est élargie pour inclure les émetteurs souverains. Les PRI ont exploré ce sujet lors d'un [atelier](#) avec des investisseurs et des fournisseurs de données climatiques.

Malgré l'éventail des sources d'information, l'analyse des données ESG relatives à la dette souveraine reste problématique :

- Les données font défaut pour certains pays, en particulier pour les marchés émergents et frontalières.
- Un décalage de plusieurs années dans la disponibilité des données rend difficile toute analyse prospective. En général, les données sont rétrospectives, alors que la trajectoire future est souvent plus importante pour les investisseurs.
- Les indicateurs démontrant le risque climatique au niveau national n'impliquent pas nécessairement des risques financiers pour les obligations souveraines.
- Des notes plus complexes englobant des informations sur le climat, telles que les notes ESG, peuvent contenir des hypothèses intégrées que les investisseurs souhaitent modifier.

Les investisseurs et d'autres acteurs reconnaissent de plus en plus l'importance de l'analyse du risque climatique dans la dette souveraine et dans le contexte plus large du pays, et des solutions ont commencé à se développer. Ces solutions comprennent notamment :

- Des plans d'évaluation des trajectoires d'émissions et des politiques climatiques. Le projet [ASCOR](#) par exemple, vise à aider les investisseurs à comprendre l'exposition des États au risque climatique et la manière dont les gouvernements prévoient de passer à une économie à faible émission de carbone.
- Travailler davantage sur une norme de mesure des émissions de carbone financées par la dette souveraine, telle que la mesure élaborée par le PCAF. Des fournisseurs tiers ont également mis à disposition des ensembles de données en libre accès, alignés sur le PCAF<sup>15</sup>.
- Travailler sur les rapports de durabilité dans le secteur public. Le Conseil des normes comptables internationales du secteur public (IPSASB), par exemple, redouble d'efforts pour élaborer des normes et des orientations en matière de rapports sur le développement durable pour le secteur public<sup>16</sup>.

Les données sont également importantes pour construire des indices de dette souveraine liés au climat. De nombreux investisseurs utilisent des indices pour prendre leurs décisions d'investissement. Des produits indicatifs de meilleure qualité et plus transparents liés au climat pourraient aider les détenteurs d'obligations souveraines à gérer les risques climatiques. Ces questions ont été approfondies lors d'un [atelier](#) organisé par les PRI avec des investisseurs en dette souveraine et des fournisseurs d'indices.

15 OS-Climate (décembre 2022) [OS-Climate Publishes PCAF Sovereign Carbon Footprint Datasets](#)

16 IPSASB [Sustainability Reporting](#)

## ÉTUDE DE CAS



### AUSTRALIE

#### RISQUE PHYSIQUE

Même dans les économies développées comme l'Australie, les changements climatiques et les phénomènes météorologiques extrêmes ont une incidence négative sur la qualité de vie, la valeur des actifs et les infrastructures.

Le secteur agricole, qui emploie un Australien sur 40 et représente 55 % de l'utilisation des terres<sup>17</sup>, est particulièrement exposé. Les feux de brousse de l'été noir 2019-2020 ont coûté, selon les estimations, 6 à 8 % de la valeur de la production agricole nationale sur la période, avec des dégâts sur la santé, les biens agricoles et les infrastructures<sup>18</sup>. Les feux de brousse peuvent avoir des effets plus larges sur le tourisme et la confiance des consommateurs<sup>19</sup>.

L'Australie est à des périodes prolongées de faibles précipitations, comme la sécheresse du millénaire entre 2001 et 2009. Outre les dommages causés à l'agriculture, la recherche suggère que les sécheresses entraînent également des coûts importants liés aux infrastructures également sujette d'eau potable, par exemple, et des problèmes de santé dans les zones rurales<sup>20</sup>. Les pluies excessives constituent également un risque, avec de fortes inondations en 2022<sup>21</sup>.

#### RISQUE DE TRANSITION

L'Australie est un gros émetteur de carbone par habitant, sur la base des chiffres de production et de consommation<sup>22</sup>. Quelque 53 % de la production d'électricité proviennent du charbon, et 21 % du pétrole et du gaz naturel<sup>23</sup>.

L'Australian Energy Market Operator a averti que le pays pourrait être confronté à des pénuries d'électricité d'ici 2027 sans augmentation de la production d'électricité grâce à la mise hors service des vieilles centrales au charbon<sup>24</sup>. Les travaux de maintenance et les pannes des centrales au charbon ont augmenté le risque de pannes d'électricité en 2022<sup>25</sup>.

Par ailleurs, en tant qu'exportateur de charbon métallurgique et thermique, de gaz naturel liquéfié et de pétrole, certaines industries australiennes sont vulnérables aux baisses de la demande étrangère, alors que d'autres pays progressent vers le zéro net. Cependant, le pays contient de grandes quantités de minéraux essentiels, et les recettes d'exportation du lithium, des métaux de base et de leurs matières premières devraient presque égaler celles du charbon d'ici 2027-2028<sup>26</sup>.

#### RISQUE LIÉ À LA RÉPONSE POLITIQUE

À la suite d'un changement de gouvernement, l'Australie a revu à la hausse ses ambitions en matière de réduction des émissions de carbone en 2022, s'engageant à réduire ses émissions de 43 % par rapport aux niveaux de 2005 d'ici 2030 avant d'atteindre un niveau net de zéro d'ici 2050<sup>27</sup>. Mais dans une mise à jour d'août 2022, Climate Action Tracker a estimé que les efforts du pays étaient insuffisants pour atteindre l'objectif de 1,5 °C (la note la plus courante parmi les pays évalués)<sup>28</sup>.

D'autres réponses politiques comprennent l'engagement de 23 milliards de dollars australiens pour la mise à jour du réseau électrique et l'octroi de prêts à des conditions préférentielles et de fonds propres pour l'investissement dans les infrastructures de transmission<sup>29</sup>.

Toutefois, l'abandon des énergies fossiles dans l'approvisionnement énergétique national s'avère difficile, et la construction d'installations d'énergie renouvelable à grande échelle est au point mort. La construction de nouvelles lignes électriques, probablement nécessaires pour améliorer le réseau et permettre l'intégration de la production d'énergie renouvelable à distance, s'est également avérée controversée<sup>30</sup>.

Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), l'Australie bénéficie d'institutions de grande qualité pour soutenir la recherche dans le domaine des énergies renouvelables et la commercialisation de projets à faibles émissions. D'autre part, elle indique que l'innovation environnementale a diminué récemment<sup>31</sup>.

17 Ministère de l'agriculture, de la pêche et des forêts du gouvernement australien (2023) [Snapshot of Australian Agriculture 2023](#)

18 WWF-Australia (2021) [Fire On The Farm: Assessing The Impacts Of The 2019-2020 Bushfires On Food And Agriculture In Australia](#)

19 The Guardian (janvier 2020) [Economic impact of Australia's bushfires set to exceed \\$4.4bn cost of Black Saturday](#)

20 David Fleming-Muñoz, Stuart Whitten et Graham Bonnett (2023) [The economics of drought: A review of impacts and costs](#)

21 Programme des Nations Unies pour l'environnement (mars 2022) [Australia: After the bushfires came the floods](#)

22 Our World in Data [Per capita CO<sub>2</sub> emissions](#); Our World in Data [Consumption-based CO<sub>2</sub> emissions vs. population share, 2020](#)

23 IEA [Energy Statistics Data Browser – Energy generation by source – Australia](#)

24 ABC News (février 2023) [AEMO warns parts of the country to face electricity shortages without immediate investment in the sector](#)

25 Reuters (juin 2022) [Australian power crisis eases as coal-fired plants crank up](#); The Guardian (novembre 2022) [Blackouts feared in Queensland after coal-fired power station is taken offline](#)

26 The Conversation (mai 2022) [Australia has rich deposits of critical minerals for green technology. But we are not making the most of them ... yet](#); Gouvernement australien Département de l'industrie, des sciences et des ressources, Bureau de l'économiste en chef (2023) [Resources and Energy Quarterly March 2023](#)

27 Premier ministre australien (juin 2022) [Stronger Action On Climate Change](#)

28 Climate Action Tracker [Australia](#)

29 Australian Office of Financial Management (2023) [Australian Government Climate Change Commitments, Policies and Programs](#)

30 ABC News (août 2023) [Australia will fall well short of 82 per cent renewable energy by 2030, analysts predict, as problems mount](#); Pincet Masons (août 2023) ['Rewiring the nation': upgrading Australia's electricity grid](#)

31 OCDE (2021) [OECD Economic Surveys: Australia 2021](#)

## CONSÉQUENCES POUR LES INVESTISSEURS

L'Australie est un gros émetteur de carbone et un exportateur d'énergies fossiles, ce qui pourrait lui faire courir un risque si les indices climatiques mondiaux évoluent : les flux de capitaux pourraient être détournés vers des pays pairs plus progressistes.

Par ailleurs, la nécessité de prendre des mesures d'atténuation et d'adaptation, telles que des bâtiments et des infrastructures plus résistants, pourrait avoir des répercussions importantes sur le bilan du Gouvernement.

Dans le même temps, le pays dispose d'une économie forte et développée et est généralement considéré comme ayant des normes de gouvernance solides. Elle dispose également d'importantes possibilités de tirer parti d'une transition mondiale vers l'abandon des énergies fossiles, notamment grâce à son industrie minière essentielle et à l'établissement potentiel d'une production d'hydrogène vert, d'ammoniac vert et de fer vert.

Alors que l'engagement des émetteurs de dette souveraine des marchés développés sur les questions ESG a été relativement rare jusqu'à présent, l'initiative des PRI [Collaborative Sovereign Engagement on Climate Change](#) s'engage avec des organismes

gouvernementaux australiens sur le thème des changements climatiques.

L'initiative vise à aider l'Australie à prendre toutes les mesures possibles pour atténuer les émissions de gaz à effet de serre et renforcer la résilience face aux dommages causés par les changements climatiques, conformément à l'Accord de Paris et à la stabilisation du réchauffement moyen de la planète à 1,5°C. Les sous-groupes de travail s'engagent chacun dans différentes parties du système souverain :

- le Gouvernement fédéral
- les autorités et régulateurs nationaux (y compris la Reserve Bank of Australia et l'Australian Office of Financial Management, qui émet les obligations souveraines de l'Australie)
- les collectivités territoriales

## ÉTUDE DE CAS



### AFRIQUE DU SUD

#### RISQUE PHYSIQUE

Les sécheresses sont devenues plus fréquentes depuis les années 1980<sup>32</sup>. Cela affecte l'agriculture, qui représente 2,8 % du PIB<sup>33</sup> et qui est essentiellement pluviale.

Les conditions plus sèches dans les zones rurales sont également susceptibles de contribuer à la migration vers les zones urbaines : cela peut offrir aux citoyens de meilleures opportunités d'emploi, mais exerce une pression sur le logement, la gestion des terres et les infrastructures<sup>34</sup>. Les zones urbaines ne sont toutefois pas à l'abri de la sécheresse : l'approvisionnement en eau au Cap a atteint des niveaux critiques en 2018<sup>35</sup>.

Parmi les autres risques liés aux effets physiques des changements climatiques figurent les maladies : les scénarios à fortes émissions entraîneront une augmentation de la proportion de la population exposée au risque de dengue, de Zika et de paludisme. L'élévation du niveau de la mer et les ondes de tempête présentent des risques pour les infrastructures du littoral.

#### RISQUE DE TRANSITION

Les émissions de l'Afrique du Sud basées sur la production par habitant sont élevées par rapport à d'autres pays africains et à des pays ayant un PIB par habitant similaire, tels que le Brésil ou l'Indonésie<sup>36</sup>. Quelque 88 % de la production d'énergie de l'Afrique du Sud provient du charbon<sup>37</sup>, ce qui représente un défi pour la transition énergétique. Sur la période 2013-2035, l'Afrique du Sud est exposée à un risque de transition dans certains secteurs, en particulier les exportations de charbon, pour un montant total de plus de 120 milliards de dollars en valeur actuelle, selon une estimation de 2019 de la Climate Policy Initiative<sup>38</sup>.

L'industrie du charbon pourrait être confrontée à une baisse de la demande offshore à mesure que les économies se tournent vers des sources d'énergie plus écologiques, ce qui menacerait l'emploi. Le secteur de l'énergie est largement détenu par l'État, ce qui signifie que le bilan du gouvernement supporte le risque plus directement qu'il ne le ferait autrement. Les pressions exercées par la transition peuvent également peser sur le gouvernement en réduisant les recettes fiscales, en augmentant les dépenses liées aux allocations de chômage et aux municipalités en difficulté, et en augmentant les prêts non productifs dans les entreprises financières publiques.

#### RISQUE LIÉ À LA RÉPONSE POLITIQUE

Dans sa mise à jour d'octobre 2022, Climate Action Tracker a estimé que les efforts de l'Afrique du Sud étaient insuffisants pour atteindre l'objectif de 1,5 °C (la note la plus fréquente parmi les pays évalués)<sup>39</sup>.

Lors de la COP27, le plan d'investissement du Gouvernement pour une transition énergétique juste a présenté les possibilités d'investissement (suite au lancement, lors de la COP26, d'un partenariat pour une transition énergétique juste bénéficiant d'un soutien international) afin d'atténuer les risques et de catalyser la transition. Une coalition composée de la France, de l'Allemagne, du Royaume-Uni, des États-Unis et de l'UE a accepté de mobiliser un montant initial de 8,5 milliards de dollars<sup>40</sup>. Ce plan permettra potentiellement d'atténuer certains risques liés à la transition grâce, par exemple, au développement de l'industrie de l'hydrogène vert.

En ce qui concerne les risques physiques, la stratégie nationale d'adaptation aux changements climatiques de l'Afrique du Sud définit des priorités pour parvenir à l'adaptation et à la résilience, en s'appuyant sur d'autres législations et politiques<sup>41</sup>. Dans l'ensemble, la réponse politique est confrontée à un risque de mise en œuvre ainsi qu'à un risque de financement inadéquat.

#### CONSÉQUENCES POUR LES INVESTISSEURS

Le faible profil d'émissions de carbone de l'Afrique du Sud présente un risque d'affaiblissement des flux de capitaux au fil du temps, ce qui exacerberait les défis économiques.

Le risque de transition peut peser sur la cote de crédit souveraine de l'Afrique du Sud et sur la capacité du gouvernement à financer ses objectifs de développement économique et social. Pour changer le secteur de l'énergie, il faudra remettre en cause des systèmes puissants et anciens, ainsi que les intérêts acquis dans le secteur du charbon, tout en s'attaquant à la crise de l'électricité et aux défis socioéconomiques<sup>42</sup>.

Sur une note plus positive, l'Afrique du Sud dispose d'institutions relativement solides et est l'un des rares pays à avoir mené un dialogue social national afin de contribuer à l'élaboration d'une vision pour une transition juste.

Les investisseurs peuvent s'engager avec l'Afrique du Sud sur différents sujets liés à la fois à la lutte contre les changements climatiques et au risque d'investissement : il s'agit notamment d'améliorer le profil financier des entreprises publiques, de renforcer la transparence des marchés publics et d'accroître la part des énergies renouvelables dans l'ensemble du bouquet énergétique.

32 Water Research Commission (2015) [Background to current drought situation in South Africa](#)

33 CIA [South Africa - The World Factbook](#)

34 Institute for Security Studies (2021) [Shelter from the storm: climate-accelerated urbanisation in South Africa](#)

35 G20 Climate Risk Atlas [South Africa](#)

36 Our World in Data [Per capita CO<sub>2</sub> emissions](#); Our World in Data [CO<sub>2</sub> emissions per capita vs. GDP per capita, 2018](#);

37 IEA [Energy Statistics Data Browser – Energy generation by source – South Africa](#)

38 Climate Policy Initiative (2019) [Understanding the impact of a low carbon transition on South Africa](#)

39 Climate Action Tracker [South Africa](#)

40 Foreign, Commonwealth & Development Office, Prime Minister's Office, 10 Downing Street et Rishi Sunak (novembre 2022) [South Africa Just Energy Transition Investment Plan: joint statement](#)

41 Département des forêts, de la pêche et de l'environnement République d'Afrique du Sud (2020) [National Climate Change Adaptation Strategy](#)

42 Financial Times (novembre 2022) [The cost of getting South Africa to stop using coal](#)



## ÉTUDE DE CAS



### RISQUE PHYSIQUE

La situation géographique de l'Inde la soumet à des conditions météorologiques extrêmes : même par rapport à ses voisins, elle est particulièrement exposée aux risques physiques liés aux incendies de forêt, aux inondations, aux tempêtes et à l'élévation du niveau de la mer<sup>43</sup>. La vulnérabilité est accentuée par la pauvreté : le PIB par habitant du pays est relativement faible par rapport à d'autres grandes économies mondiales.

D'ici 2030, l'Inde perdra environ 5,8 % des heures de travail en raison du stress thermique, selon les estimations de l'Organisation internationale du travail (OIT) basées sur un scénario d'augmentation des températures de 1,5 °C d'ici la fin du siècle<sup>44</sup>. Ce chiffre représente une augmentation par rapport aux 4,3 % d'heures de travail perdues en 1995, l'agriculture et la construction étant particulièrement touchées. L'OIT estime que le stress thermique éroderait 6 % du PIB du pays, l'Inde étant l'un des pays les plus touchés de la région.

La nature du risque physique varie d'un pays à l'autre. Par exemple, l'Odisha, avec son agriculture, sa pêche, son tourisme et ses activités portuaires, est vulnérable aux inondations et aux cyclones ; le Maharashtra, où de nombreux habitants pratiquent l'agriculture, est menacé par les sécheresses et les inondations<sup>45</sup>.

### RISQUE DE TRANSITION

L'Inde émet moins d'émissions par habitant que le Brésil, la Russie, la Chine et l'Afrique du Sud, membres des BRICS, et que d'autres grands pays de la région, tels que la Thaïlande et l'Indonésie (sur la base de la production)<sup>46</sup>. Cela montre qu'il est possible de réorienter la consommation d'énergie vers des sources vertes alors que les émissions par habitant sont encore relativement faibles, et ce avec moins de perturbations. Pourtant, en termes absolus, l'Inde est le troisième plus grand émetteur sur la base de la production, derrière la Chine et les États-Unis<sup>47</sup>.

Le charbon représente plus de 70 % de la production d'énergie<sup>48</sup>, ce qui constitue un risque de transition important. Toutefois, l'Inde s'est concentrée sur le développement des énergies renouvelables et fait pression en faveur de l'hydrogène vert, qui, s'il réussit, pourrait contribuer à la décarbonisation de son secteur industriel<sup>49</sup>. Les risques liés à la transition sociale sont inégalement répartis : Selon un document du CDC Group, Madhya Pradesh, Jharkhand, Chhattisgarh, Uttar Pradesh, Bihar, Odisha, Telangana et Rajasthan sont des États particulièrement vulnérables aux menaces pesant sur les moyens de subsistance dans le cadre d'une transition vers une économie à faibles émissions de carbone<sup>50</sup>. Sept de ces huit États sont tributaires du charbon. Cinq d'entre eux sont actuellement plus vulnérables aux contraintes d'accès à l'énergie dans le cadre d'une transition vers l'abandon des énergies fossiles.

### RISQUE LIÉ À LA RÉPONSE POLITIQUE

Dans sa mise à jour de juillet 2023, Climate Action Tracker a classé les actions climatiques de l'Inde comme très insuffisantes pour une limite de température de 1,5 °C<sup>51</sup>. L'objectif du pays d'atteindre le zéro net d'ici 2070 est relativement laxiste et les efforts sont sapés par les plans de construction d'une capacité de production d'électricité au charbon supplémentaire entre 2027 et 2032.

Dans le même temps, l'Inde s'est fixé pour objectif de tirer la moitié de sa capacité électrique installée cumulée de ressources non fossiles d'ici à 2030. Elle est en bonne voie pour atteindre cet objectif, selon Climate Action Tracker.

En ce qui concerne la politique d'adaptation, l'Inde dispose d'une mission nationale sur l'eau et de politiques visant à accroître la résilience des communautés vulnérables, telles que le programme d'adaptation climatique de l'Himalaya indien<sup>52</sup>. Les systèmes de réponse aux catastrophes se sont améliorés ces derniers temps, mais il est nécessaire de mettre davantage l'accent sur l'adaptation et la résilience, selon un rapport de PwC et de la Observer Research Foundation<sup>53</sup>.

### CONSÉQUENCES POUR LES INVESTISSEURS

Les risques physiques peuvent perturber des secteurs clés, entravant à leur tour l'activité économique, et l'adaptation sera cruciale. Entre-temps, il sera difficile de gérer la transition vers l'abandon du charbon d'une manière qui garantisse la cohésion sociale. Le profil de crédit de l'Inde, actuellement caractérisé par une forte croissance économique mais un endettement élevé, pourrait évoluer en conséquence<sup>54</sup>.

Malgré un profil d'émissions par habitant peu élevé, les faibles engagements de l'Inde en matière d'émissions nettes nulles pourraient nuire à son attrait auprès des investisseurs internationaux désireux d'atteindre les objectifs climatiques.

Les investisseurs en dette souveraine peuvent dialoguer avec le gouvernement sur ses engagements relativement faibles en matière de zéro net et d'élimination progressive du charbon, et sur la manière dont il entend respecter les engagements qu'il a pris. Ils peuvent également coordonner les approches avec les détenteurs d'obligations d'entreprises. Les investisseurs peuvent s'engager auprès d'émetteurs quasi-souverains et d'entreprises qui devraient jouer un rôle important dans la lutte contre les émissions de carbone du pays.

43 S&P Global (2022) [Weather Warning: Assessing Countries' Vulnerability To Economic Losses From Physical Climate Risks](#)

44 OIT (2019) [Working on a warmer planet: The impact of heat stress on labour productivity and decent work](#)

45 PwC et Observer Research Foundation (2023) [Climate, community, cooperation: An Indian approach to adaptation in the Global South](#)

46 Our World in Data [Per capita CO<sub>2</sub> emissions](#)

47 Our World in Data [Annual CO<sub>2</sub> emissions](#)

48 IEA [Energy Statistics Data Browser – Energy generation by source – India](#)

49 IEA (janvier 2022) [India's clean energy transition is rapidly underway, benefiting the entire world](#)

50 CDC Group (2021) [Towards a Just Transition Finance Roadmap for India: Laying the foundations for practical action](#)

51 Climate Action Tracker [India](#)

52 G20 Climate Risk Atlas [India](#)

53 PwC et Observer Research Foundation (2023) [Climate, community, cooperation: An Indian approach to adaptation in the Global South](#)

54 Moody's (août 2023) [Moody's affirms India's Baa3 ratings; outlook stable](#)

# FAVORISER LES RÉSULTATS EN MATIÈRE DE CLIMAT

La contribution des obligations souveraines à l'atténuation ou à l'adaptation au risque climatique est de plus en plus mise en avant par les investisseurs qui cherchent à obtenir des résultats positifs en matière de climat. Les obligations souveraines peuvent jouer un rôle dans l'investissement axé sur les résultats en raison de la responsabilité des gouvernements centraux dans les projets d'atténuation et d'adaptation, dans l'élaboration des politiques et dans l'application des règles.

Alors que la plupart des dettes souveraines restent sous la forme d'obligations traditionnelles (vanille), les obligations labellisées ont fait l'objet d'une attention accrue en tant que moyen de produire des résultats climatiques positifs ou de contribuer à réduire les résultats négatifs<sup>55</sup>. Les obligations souveraines labellisées aident les investisseurs à se concentrer sur l'action climatique des gouvernements parce qu'elles peuvent lier le financement aux dépenses et/ou aux objectifs en matière d'environnement<sup>56</sup>.

Cette section traite des obligations labellisées liées au climat émises par des États souverains et explore les deux principaux types d'obligations : les obligations « use of proceeds » dédiées au financement de projets durables (par exemple, verts, sociaux) et les « sustainability linked bonds », obligations liées à des objectifs de durabilité. Elle explorera ensuite les opportunités d'investissement et proposera des suggestions pour renforcer la capacité des investisseurs à utiliser les obligations souveraines pour obtenir des résultats en matière de climat.

55 PRI (2023) [Mapping the role sustainable bonds play in the fixed income market](#)

56 BIS (2022) [Sovereigns and sustainable bonds: challenges and new options](#)

## OBLIGATIONS LABELLIÉES

Les obligations labellisées lient le programme de financement de la dette d'un émetteur souverain à des projets ou objectifs environnementaux et/ou sociaux, tels que ceux liés au climat, avec divers avantages et inconvénients pour les détenteurs d'obligations et les emprunteurs souverains (voir figure 4).

**Figure 4 : Avantages et inconvénients des obligations labellisées liées au climat pour les émetteurs de dette souveraine et les investisseurs**

	Avantages	Inconvénients
<b>Émetteurs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les obligations labellisées diversifient et élargissent la base d'investisseurs, par exemple en suscitant la demande de fonds verts/ESG qui n'achèteraient pas les obligations classiques du pays*.</li> <li>Pour cette même raison, ils peuvent être évalués à un rendement situé à l'intérieur de la courbe de la dette ordinaire de l'État. Si une obligation verte a un prix plus élevé ou un rendement plus faible qu'une obligation non verte identique, la différence est appelée « greenium ».</li> <li>Si le gouvernement souhaite stimuler le marché de la dette au sens large au sein de son économie ou de sa monnaie, les obligations souveraines peuvent constituer un point de référence.</li> <li>Les obligations labellisées améliorent les canaux de communication sur les questions climatiques entre les différents ministères.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La conception des obligations et l'établissement de rapports sur l'utilisation des recettes ou des objectifs peuvent nécessiter beaucoup de ressources.</li> <li>Les objectifs ou les promesses d'utiliser les recettes pour des projets liés au climat peuvent lier les mains des émetteurs si les priorités changent (par exemple, des technologies peuvent émerger qui devraient être prioritaires par rapport à des projets précédemment engagés).</li> <li>Les émetteurs peuvent s'exposer à des accusations d'écoblanchiment si l'obligation est mal conçue ou non alignée sur la stratégie globale de l'État.</li> </ul>
<b>Investisseurs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>L'achat d'obligations labellisées permet aux investisseurs de canaliser plus directement les fonds vers des projets liés au climat.</li> <li>Les obligations labellisées constituent un moyen logique de s'engager avec un État souverain sur la politique climatique.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Le risque d'écoblanchiment ou de mauvaise performance ESG, que ce soit au niveau de l'obligation ou de l'émetteur, présente un risque pour la réputation.</li> <li>Dans le cadre de la construction d'un portefeuille, le marché des obligations vertes souveraines pourrait ne pas offrir une diversification suffisante à l'heure actuelle.</li> <li>Les régulateurs ou les investisseurs institutionnels peuvent exiger des rapports et des informations supplémentaires pour les obligations labellisées, ce qui augmente les coûts pour les investisseurs.</li> <li>Certains investisseurs peuvent se demander si l'achat d'obligations labellisées avec un greenium dans l'intérêt de leurs clients.</li> <li>Il n'existe pas encore de standard quant à la manière de comptabiliser les émissions de carbone pour les obligations labellisées : si elle sont traitées de la même manière que les obligations vanille, l'investisseur sera moins incité à les acheter.</li> </ul>

\*Il pourrait s'agir des banques centrales et d'autres institutions officielles qui écologisent leurs portefeuilles, comme la Banque centrale européenne, qui a laissé entendre qu'elle ferait pencher les obligations du secteur public vers les obligations vertes<sup>57</sup>.

Les obligations labellisées se répartissent en deux catégories :

- **Obligations « use of proceeds » dédiées au financement de projets durables** : Dans ce cas, l'émetteur s'engage à consacrer un montant égal au produit de l'obligation à des projets verts, qui traitent de questions environnementales, ou à des projets sociaux, par exemple le logement ou l'aide aux familles à faible revenu.

En termes de nomenclature, les obligations vertes concernent les projets verts, les obligations sociales les projets sociaux et les obligations de développement durable une combinaison de projets verts et sociaux. Parmi ces trois types d'obligations, le présent document se concentre principalement, de par sa nature, sur les obligations vertes et de développement durable.

- **Obligations indexées sur le développement durable (« sustainability linked bonds »)** : Il s'agit d'instruments basés sur la performance où les caractéristiques contractuelles des obligations sont liées à la réalisation par l'émetteur d'objectifs de développement durable, notamment par le biais d'un ajustement du coupon. À l'heure où nous écrivons ces lignes, seuls deux pays ont publié des SLB ; tous deux ont des objectifs liés au climat.

Les souverains n'ont pas à choisir entre ces deux types d'obligations, car ils peuvent tous deux jouer un rôle dans le programme d'émission global. Les pays émettent déjà une grande variété d'instruments obligataires, y compris des titres à court terme, des obligations à très longue échéance, des obligations indexées sur l'inflation et des obligations destinées aux particuliers. Les bureaux de gestion de la dette peuvent appliquer les labels de durabilité à l'ensemble du spectre.

Les pays de toutes les régions ont désormais émis des obligations vertes et durables, le mécanisme de financement étant le plus populaire en Europe.

Lorsqu'il s'agit d'évaluer les caractéristiques climatiques des obligations souveraines labellisées, les investisseurs ont des exigences et des points de vue différents et porteront donc des jugements divergents. Toutefois, les considérations suivantes pourraient être prises en compte :

- le profil général de l'État souverain en matière de changement climatique, par exemple son niveau d'émissions de carbone ;
- la cohérence de l'obligation labellisée avec la stratégie plus large du gouvernement en matière de changement climatique (par exemple, si les dépenses ou les objectifs sont liés à des plans plus vastes) ;
- l'ambition de l'obligation (par exemple, la force des objectifs ou la qualité des projets financés) ;
- l'existence d'une vérification par une agence tierce et ce que cela dit – cela peut se révéler particulièrement important pour les nouveaux émetteurs d'obligations labellisées<sup>58</sup>.
- la structure de gouvernance pour l'utilisation des recettes ou des objectifs – par exemple, s'il existe un comité impartial chargé de vérifier la manière dont les recettes sont dépensées ;
- pour les obligations dédiées à des projets durables, le pourcentage du produit finançant de nouveaux projets et, pour le refinancement de projets anciens/existants, l'ancienneté de ces projets (appelée durée de la période de rétrospection)<sup>59</sup> ;
- l'importance des rapports ex-post, y compris les rapports sur l'impact (il pourrait s'agir de la qualité attendue des rapports si les investisseurs achètent l'obligation lors de la nouvelle émission) ;
- la conformité avec les normes de l'International Capital Markets Association ou de la Climate Bonds Initiative ;
- la conformité à toute norme réglementaire émergente, telle que la norme européenne sur les obligations vertes, ou le traitement dans le cadre des réglementations sur le développement durable pour les investisseurs.

## OBLIGATIONS DÉDIÉES À DES PROJETS DURABLES

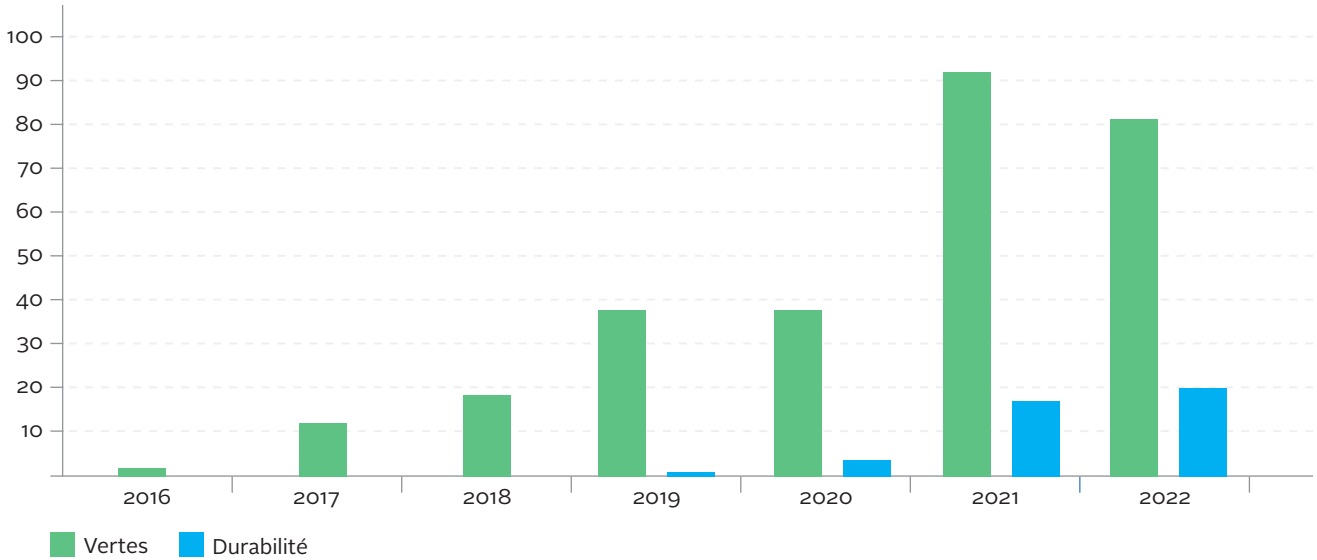
En théorie, les investisseurs peuvent utiliser les obligations d'utilisation du produit pour financer des projets spécifiques plutôt que de contribuer au budget général d'un gouvernement, ce qui leur permet d'avoir une meilleure visibilité et une plus grande confiance dans la manière dont leurs capitaux sont déployés. Dans la pratique, il est difficile de prouver l'« additionnalité », c'est-à-dire que sans la caution un projet n'aurait pas été mené à bien, et c'est pourquoi certains considèrent que les titres labellisés et non labellisés sont essentiellement interchangeables.

Ce segment du marché des obligations labellisées a connu une croissance rapide depuis que la Pologne a émis la première obligation souveraine verte en 2016 (voir figure 5), les obligations vertes étant plus courantes que les obligations de durabilité. Les pays de toutes les régions ont désormais émis des obligations vertes et durables, le mécanisme de financement étant le plus populaire en Europe (voir figure 6).

58 Banque mondiale [Green Bond Symposium](#)

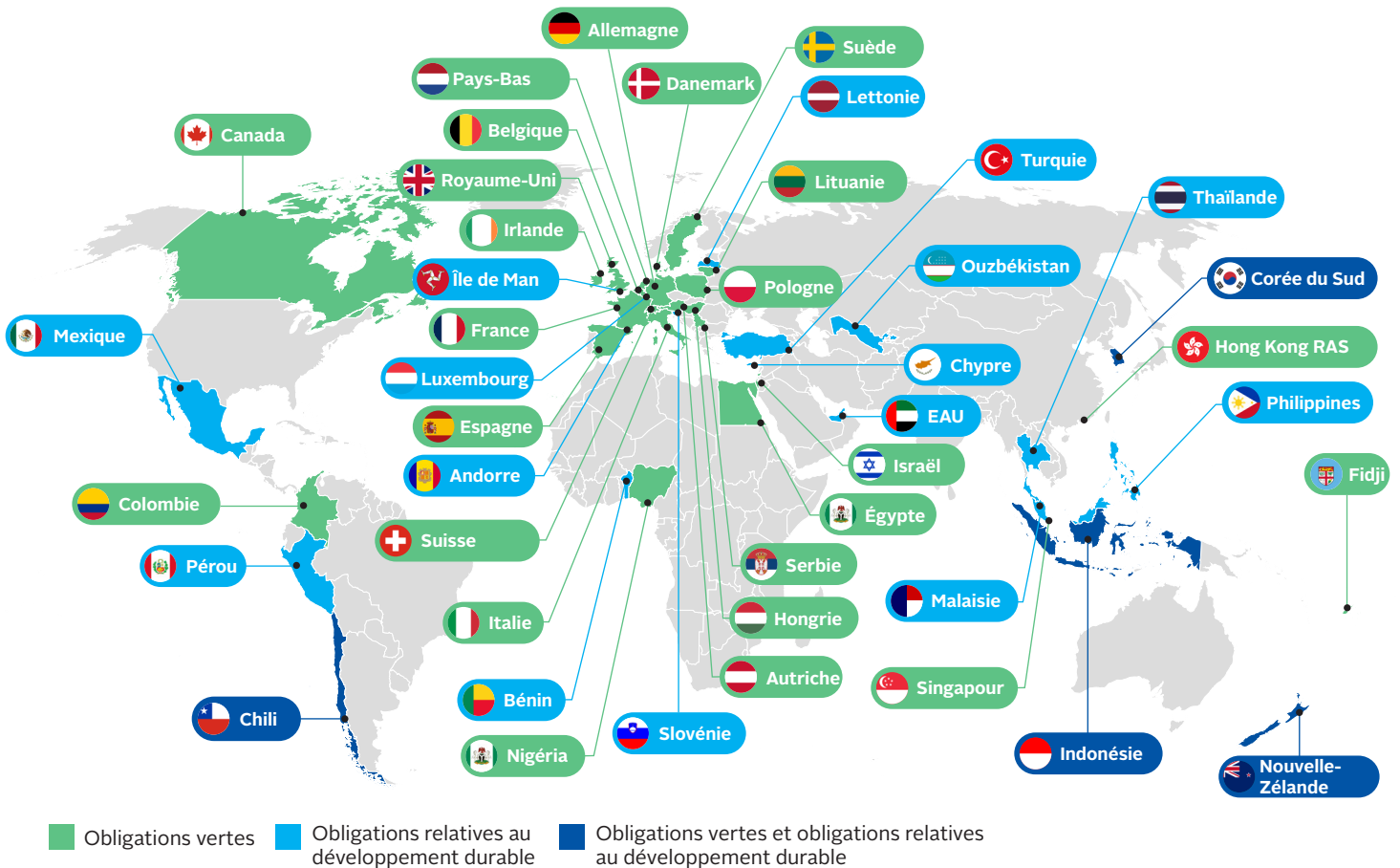
59 Banque mondiale [Green Bond Proceeds Management & Reporting](#)

Figure 5 : Volume d'émission d'obligations souveraines vertes et durables au fil du temps \*



Source : Climate Bonds Initiative [Interactive Data Platform](#) \*En 2016, 800 millions de dollars d'obligations vertes ont été émis ; en 2019, les premières obligations souveraines de développement durable ont été émises pour un volume de 500 millions de dollars

Figure 6 : Carte des États souverains ayant émis des obligations vertes ou de développement durable \*



Source : PRI, ICMA [Sustainable Bond Market Data](#) \*Selon la base de données de l'ICMA exportée le 30 juin 2023

Pour les obligations dont le produit est affecté à des projets liés au climat, les normes volontaires les plus couramment utilisées sont les [Principes applicables aux obligations vertes de l'ICMA](#) et les [Sustainability Bond Guidelines \(lignes directrices sur les obligations durables\) de l'ICMA](#). Les quatre critères clés de l'alignement sur ces derniers sont les suivants :

- utilisation des recettes
- processus d'évaluation et de sélection des projets
- gestion des recettes
- reporting

Les émetteurs peuvent demander une vérification d'une agence tierce pour confirmer que les obligations respectent ces normes.


Après l'émission, la meilleure pratique consiste pour les émetteurs à rendre compte chaque année des projets auxquels le produit a été affecté, y compris les montants et l'impact attendu ; dans certains cas, ce rapport peut être présenté en termes génériques ou agrégés<sup>60</sup>. L'ICMA dispose d'un manuel intitulé [Harmonised Framework for Impact Reporting](#) qui contient des principes et des recommandations pour les rapports sur les projets éligibles.

Sur la base de conversations avec le SDAC, les investisseurs ont noté que le calendrier des rapports annuels post-émission par les États souverains peut être décalé et que la date de publication des rapports n'est pas toujours claire. Dans de nombreux cas, les rapports sur l'impact sont d'un niveau élevé. Toutefois, certaines mesures supplémentaires visant à améliorer la pratique sont suggérées dans la section **Opportunités** ci-dessous.

L'un des défis auxquels sont confrontés les détenteurs d'obligations peut être l'absence de recours juridique en cas d'écoblanchiment ou de mauvaise gouvernance. Les investisseurs peuvent :

- **Refuser d'investir dans l'obligation et/ou vendre la part existante.** L'une des difficultés réside dans le fait que les investisseurs peuvent disposer de moins d'émetteurs de substitution pour la dette souveraine que pour la dette d'entreprise.
- **S'engager avec l'État souverain.** Cette mesure sera probablement plus efficace si l'État souverain prévoit d'émettre fréquemment des obligations labellisées à l'avenir.

## Encadré 2 : Exemple d'obligations vertes souveraines

Exemple d'obligation verte souveraine	
<b>Émetteur</b>	Allemagne <sup>61</sup> 
<b>Type</b>	Obligations vertes
<b>Taille</b>	6,5 milliards d'euros
<b>Date d'émission</b>	2020
<b>Contexte</b>	L'Allemagne a émis des obligations vertes à 10 ans (suivies plus tard par des obligations à 5 ans) qui ont été jumelées avec des obligations conventionnelles ayant des caractéristiques identiques. Dans le cadre du système d'obligations jumelées, les investisseurs peuvent à tout moment échanger les obligations vertes contre les obligations vanilles, ce qui élimine tout inconvénient lié à l'illiquidité. En théorie, cela donne une indication plus claire de tout écart de prix entre des obligations vertes et non vertes identiques. Cette structure a généralement confirmé l'existence d'un greenium.
<b>Utilisation des recettes</b>	Le rapport d'impact de l'Allemagne de septembre 2022 fait état d'un certain nombre d'allocations. Parmi les plus importantes : <ul style="list-style-type: none"> <li>■ les subventions pour l'entretien et l'investissement dans les infrastructures ferroviaires fédérales</li> <li>■ les investissements pour protéger le climat et la biodiversité à l'étranger</li> <li>■ les projets de recherche dans le domaine de l'énergie</li> </ul>

<sup>60</sup> ICMA (2021) [Green Bond Principles](#)

<sup>61</sup> CEPS (2020) Germany's inaugural green bond... not so green after all; Climate Bonds Initiative (September 2021) [Greenium Remains Visible in Latest Pricing Study](#) ; Environmental Finance [Green bond of the year – sovereign: The Federal Republic of Germany](#) ; Banque centrale européenne (janvier 2023) [Monetary policy tightening and the green transition](#) ; Ministère fédérale des Finances [Green federal securities](#) ; Ministère fédérale des Finances (2022) [Green bond impact report 2020](#) ; Financial Times (septembre 2020) [Investors pounce on Germany's first green bond sale](#)

## OBLIGATIONS INDEXÉES SUR LE DÉVELOPPEMENT DURABLE (SUSTAINABILITY LINKED BONDS)

Bien que restreint à l'heure actuelle, le marché des SLB souverains a suscité un intérêt considérable. Il peut s'avérer particulièrement utile pour les petits États souverains qui auraient du mal à identifier suffisamment de projets pour émettre une obligation viable en fonction de l'utilisation des recettes.

Comme pour les obligations « use of proceeds », l'ICMA a élaboré des normes dans le cadre de ses [Principes des obligations liées à la durabilité](#). Il est difficile de commenter les pratiques postérieures à la déclaration, étant donné le caractère récent des premières émissions souveraines de SLB. Le Chili et l'Uruguay sont les seuls pays à avoir émis des SLB en septembre 2023. La figure 7 compare les émissions de mars et d'octobre 2022, respectivement. La principale différence entre les deux est que l'obligation chilienne comprend un mécanisme de progression, qui pénalise les mauvais résultats par rapport aux objectifs, tandis que l'obligation uruguayenne comprend des mécanismes de progression et de réduction qui prévoient à la fois des pénalités et des récompenses.

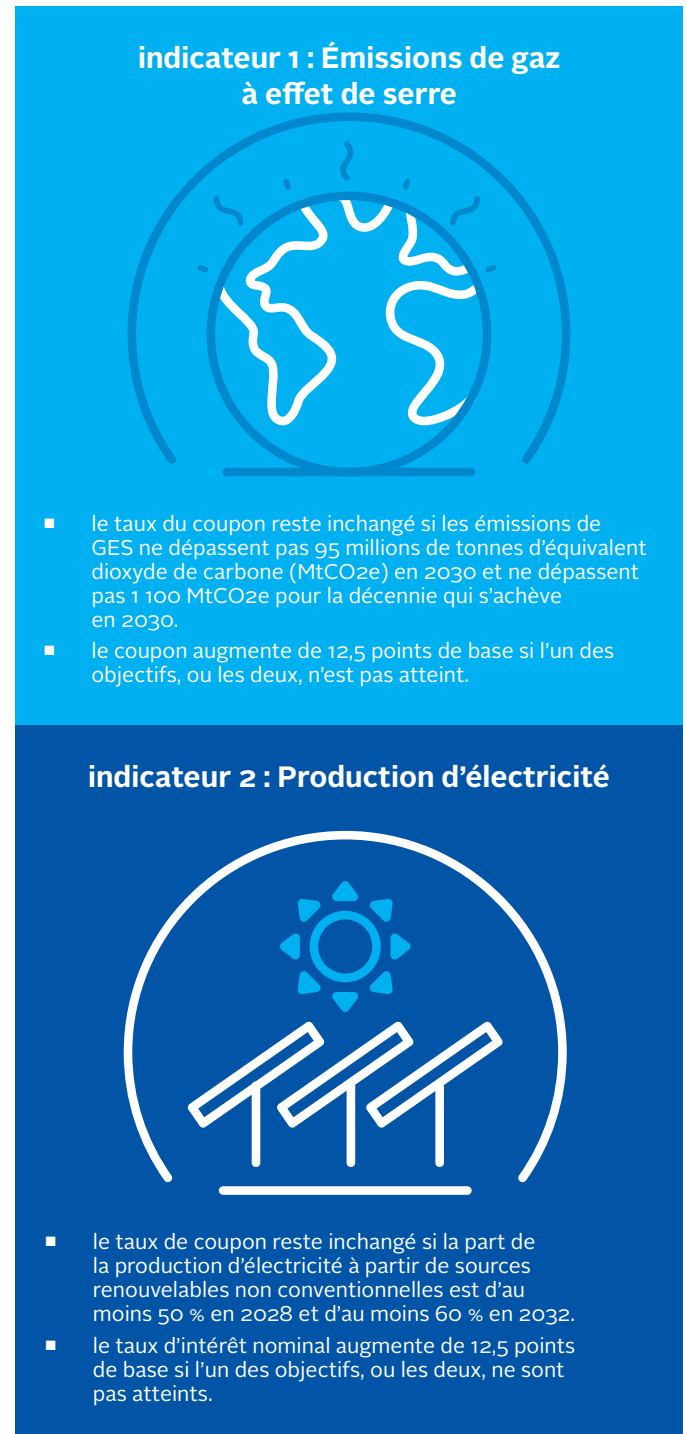
Figure 7 : Caractéristiques de deux obligations souveraines indexées sur le développement durable

	Chili	Uruguay
Date d'émission	Mars 2022	Octobre 2022
Taille	2 milliards de dollars	1,5 milliard de dollars
Coupon	4,34 %	5,75 %
Maturité	2042	2034
Type d'ajustement	Augmentation	Augmentation ou diminution
Ajustement effectif à partir de	2034	2027

La structure de l'obligation chilienne permet d'ajuster les coupons en fonction de deux indicateurs : les émissions de gaz à effet de serre (GES) et la proportion d'électricité produite à partir de sources d'énergie renouvelables (voir figure 8).

Si les objectifs ne sont pas atteints pour les deux indicateurs, le coupon augmente de 25 points de base. Depuis, le Chili a également ajouté à son cadre un indicateur clé de performance (ICP) social, relatif au pourcentage de femmes dans les conseils d'administration des entreprises. Le Chili a émis de nouveaux SLB qui remplacent l'ajustement du coupon pour les énergies renouvelables par l'ICP social<sup>62</sup>.

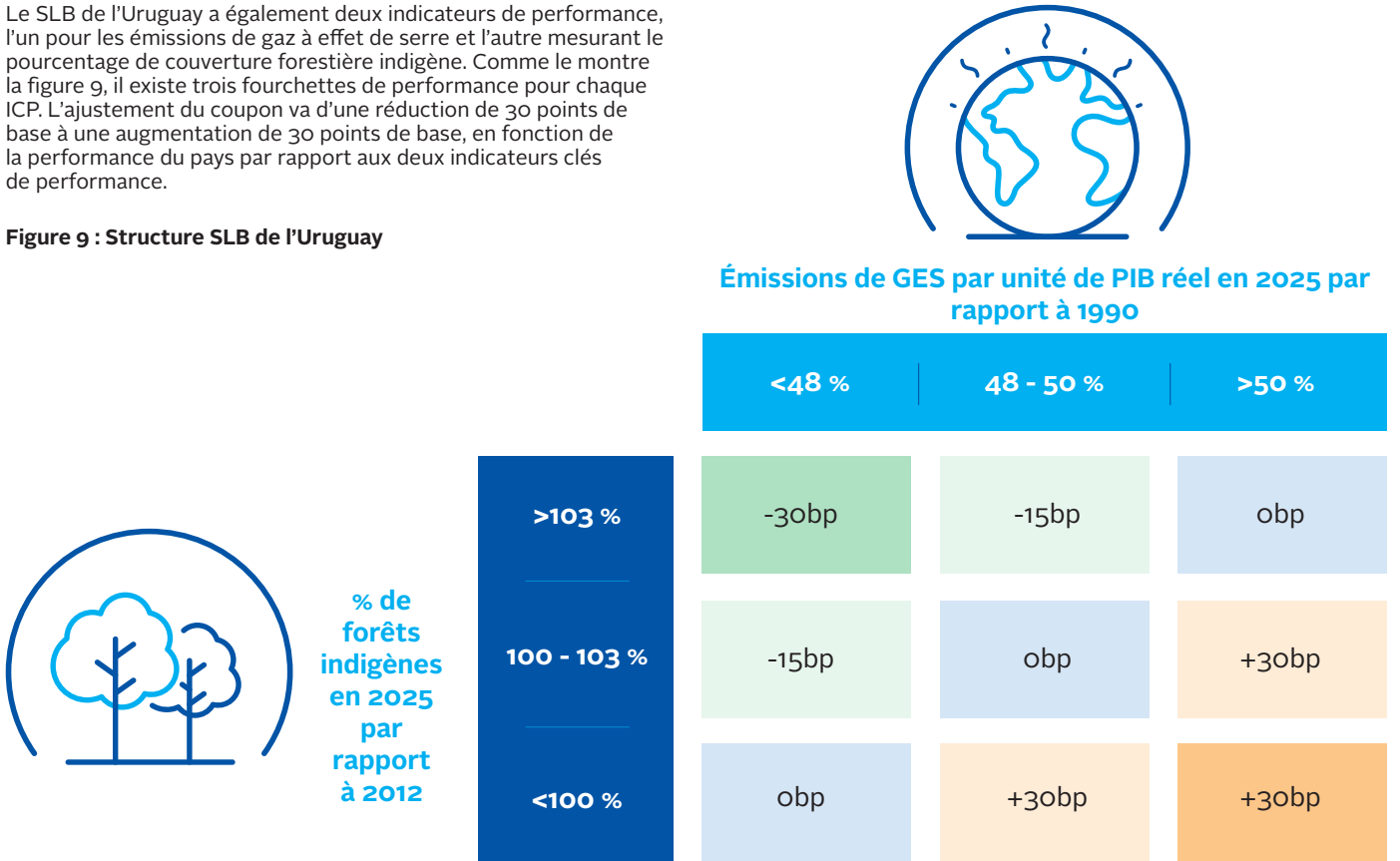
Figure 8 : SLB chilienne : objectifs pour chaque indicateur



62 Ministerio de Hacienda (2023) [Debt Management Strategy, Labelled Bonds & Updated SLB Framework](#); AFII (2023) [Offi-Chile the largest sovereign SLB issuer](#)

Le SLB de l'Uruguay a également deux indicateurs de performance, l'un pour les émissions de gaz à effet de serre et l'autre mesurant le pourcentage de couverture forestière indigène. Comme le montre la figure 9, il existe trois fourchettes de performance pour chaque ICP. L'ajustement du coupon va d'une réduction de 30 points de base à une augmentation de 30 points de base, en fonction de la performance du pays par rapport aux deux indicateurs clés de performance.

Figure 9 : Structure SLB de l'Uruguay



Sources : AFII (2022) [Chile sustainability-linked bond: Optionality analysis](#) ; AFII (2023) [Understanding dynamics between sustainable and traditional debt](#) ; Fitch Ratings (2022) [Fitch Rates Chile's USD 2042 Sustainability-Linked Bond 'A-'](#) ; Ministerio de Economía y Finanzas (2022) [Global issuance of a new Sovereign Sustainability-Linked Bond \(SSLB\) in U.S. dollars with final maturity in 2034](#) ; Ministerio de Economía y Finanzas (2022) [Uruguay's Sovereign Sustainability-Linked Bond Framework \(SSLB / BIICC\)](#) ; S&P Global Market Intelligence (2022) [World's 1st sovereign sustainability linked bond issued by Chile](#)



## OPPORTUNITÉS

Les émetteurs de dette souveraine et les investisseurs ont la possibilité d'améliorer et de clarifier les résultats liés au climat des programmes de financement souverains, comme nous l'expliquons ci-dessous.

### GARANTIR UNE APPROCHE HOLISTIQUE

Les souverains peuvent créer une stratégie climatique cohérente qui englobe toutes les obligations qu'ils émettent, ce qui donnerait du poids aux arguments selon lesquels l'ensemble de leur programme d'emprunt est durable compte tenu de leur objectif public. Le produit des obligations labellisées, ou les objectifs qui y sont intégrés, devraient être liés à des objectifs gouvernementaux plus larges en matière de climat.

L'utilisation croissante de l'étiquetage du budget climatique permet aux États souverains de classer les dépenses liées au climat dans les différents départements. Les PRI ont exploré ce sujet lors d'une [table ronde](#) avec des investisseurs et des émetteurs de dette souveraine et la Banque mondiale.

En termes de pertinence pour les obligations souveraines, le marquage du budget climatique peut :

- aider les investisseurs à suivre les progrès au niveau de l'émetteur ;
- aider à quantifier les coûts des engagements climatiques ;
- établir un lien avec les programmes d'émission d'obligations labellisées en identifiant les dépenses éligibles et en facilitant le suivi, la surveillance et l'établissement de rapports.

Cependant, à l'heure actuelle, les pays qui utilisent le marquage du budget climatique le mettent en œuvre de différentes manières. Les définitions des dépenses climatiques peuvent varier et l'étiquetage peut être sélectif dans la couverture, par exemple les budgets infranationaux peuvent être exclus. Cela rend les comparaisons entre pays plus difficiles pour les investisseurs ; une plus grande harmonisation serait utile.

Entre-temps, le [projet ASCOR](#) pourrait aider à définir des objectifs pour les SLB, étant donné que le cadre utilise un certain nombre d'indicateurs liés au climat.

### ADOPTER DES OBJECTIFS AMBITIEUX ET PERTINENTS

Lorsqu'ils sont consultés sur les obligations souveraines labellisées, les investisseurs doivent exiger des structures ambitieuses. Par exemple, les SLB devraient utiliser des objectifs ambitieux plutôt que des objectifs très faciles à atteindre, et l'ampleur de la pénalité et/ou de l'incitation devrait être significative et intervenir bien avant l'échéance.

Les structures d'obligations labellisées devraient également se concentrer sur les thèmes les plus pertinents et les plus importants pour le profil climatique d'un État souverain. Par exemple, un pays dont les transports publics sont médiocres pourrait financer de meilleures infrastructures au moyen d'obligations d'utilisation du produit ; un pays où la déforestation est importante pourrait lier les objectifs des obligations d'utilisation du produit à des taux de reforestation.

### SUIVRE ET RENDRE COMPTE DE MANIÈRE SIGNIFICATIVE

Les investisseurs devraient demander aux émetteurs de s'engager à fournir des rapports réguliers, opportuns et détaillés lorsqu'ils émettent des obligations labellisées. Cela atténuerait le risque d'écoblanchiment. La normalisation du suivi des obligations labellisées et de l'établissement de rapports sur l'ensemble du marché pourrait y contribuer. La [Green Bond Transparency Platform](#) qui est gratuite, est une initiative dans ce domaine. D'autres suggestions à l'intention des émetteurs d'obligations labellisées sont notamment les suivantes :

- rendre les données facilement accessibles en ligne, en les publiant dans un fichier Excel plutôt que dans un pdf ;
- en fournissant des rapports d'impact au niveau du numéro international d'identification des valeurs mobilières (ISIN), ce qui permet d'établir un lien avec chaque émission d'obligations.

### EXPLORER DE NOUVELLES STRUCTURES FINANCIÈRES

Des solutions financières innovantes voient le jour pour aider les États souverains à accéder aux dépenses liées au climat et/ou à atténuer le risque climatique.

Les swaps dette-climat pourraient être structurés de la même manière que les swaps dette-nature, où les créanciers réduisent la charge de la dette du pays en échange de dépenses ou d'engagements politiques liés à la nature<sup>63</sup>. L'économie de ces transactions peut être facilitée par les banques multilatérales de développement et les ONG, par exemple sous la forme de subventions et d'assurance contre les risques politiques. Toutefois, ces instruments sont susceptibles d'être en dehors du champ d'application des mandats d'investissement standard dans la dette souveraine.

L'Équateur, la Barbade et le Belize figurent parmi les pays qui ont déjà eu recours à des swaps de dettes contre des biens naturels. Les accords conclus avec le Belize et la Barbade portent sur la conservation des océans, notamment en plaçant 30 % des océans de chaque pays dans des zones de protection : dans le cas du Belize, il s'agit d'un engagement, dans celui de la Barbade, d'un objectif. L'accord conclu par l'Équateur – le plus important swap de dette contre nature à ce jour – porte sur des travaux de conservation marine autour des îles Galápagos (voir figure 10).

En outre, les pools de risques de catastrophe, les obligations catastrophes et autres titres liés à l'assurance servent de police d'assurance pour les États souverains en cas d'événements climatiques extrêmes en transférant certains risques à des tiers et en permettant la réception rapide et automatique de fonds après une catastrophe<sup>64</sup>. Toutefois, cette classe d'actifs n'est généralement pas considérée comme faisant partie de la dette souveraine et il est peu probable que les investisseurs en obligations d'État classiques puissent participer aux transactions.

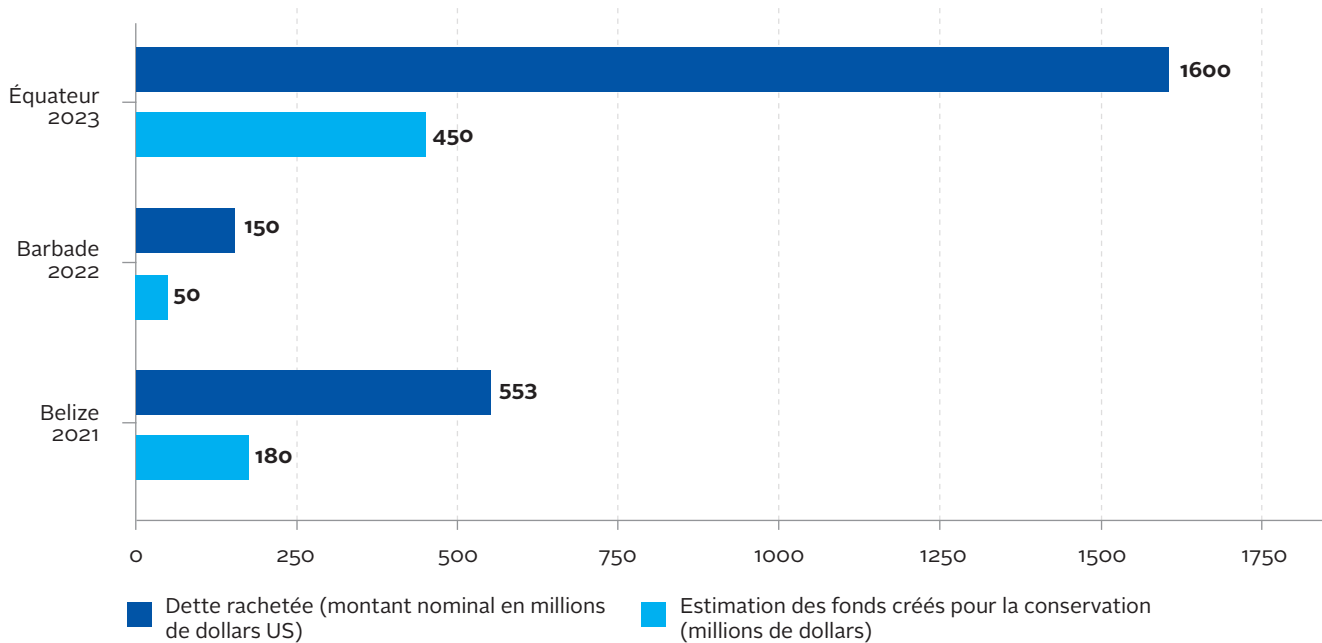
Par ailleurs, les obligations souveraines peuvent également contenir des clauses de catastrophe naturelle, permettant aux pays de reporter le paiement des intérêts et du principal en cas de catastrophe naturelle<sup>65</sup>.

63 Fonds monétaire international (2022) [Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation](#)

64 FMI (2022) [Staff Climate Notes: Sovereign Climate Debt Instruments: An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets](#)

65 Cleary Gottlieb (2021) [Sovereign Debt Evolution: The Natural Disaster Clause](#)

Figure 10 : Taille de quelques exemples de swaps dette-nature



Sources : Global Green Growth Institute (May 2023) [Ecuador Debt-for-Nature Swap in the Galapagos Islands Launched](#) ; IDB (2023) [Fact sheet: debt-for-nature conversion Ecuador \(Galápagos\)](#) ; Reuters (May 2023) [Ecuador seals record debt-for-nature swap with Galapagos bond](#) ; The Nature Conservancy [Case Study: Barbados Blue Bonds for Ocean Conservation](#) ; The Nature Conservancy Case Study: [Belize Blue Bonds for Ocean Conservation](#)

## ŒUVRER POUR UNE TRANSITION JUSTE

La prise en compte de la transition juste dans les obligations labellisées aiderait les États souverains à combiner les résultats environnementaux et sociaux. Les [Principes des obligations sociales](#) de l'ICMA incluent déjà certains domaines clés de la transition juste, tels que l'éducation et la formation professionnelle, le logement abordable, la création d'emplois, le progrès socioéconomique et l'autonomisation. Mais ce type de réflexion ne s'applique pas uniquement aux obligations sociales ; le Royaume-Uni rend compte des « co-bénéfices » sociaux des dépenses de son programme de financement vert<sup>66</sup>.

66 HM Treasury, NS&I and United Kingdom Debt Management Office (2023) [UK Green Financing: Allocation and Impact Report](#)

# PROCHAINES ÉTAPES

Les PRI continueront à fournir des informations aux investisseurs sur la prise en compte des risques et des opportunités liés au climat dans les investissements en obligations souveraines. Les PRI étudieront également d'autres possibilités de réunir les investisseurs institutionnels, les gestionnaires d'investissement et les consultants en investissement. L'engagement entre les émetteurs et les investisseurs est essentiel. Les initiatives de collaboration peuvent s'avérer utiles, par exemple la nouvelle initiative coordonnée par les PRI, intitulée [Collaborative Sovereign Engagement on Climate Change](#).

Comme pour les autres thèmes ESG, l'étude de la biodiversité sera importante à l'avenir, notamment en raison de son lien avec les facteurs climatiques.



## **CRÉDITS**

### **RÉDACTION :**

Jasper Cox  
Noah Wescombe

### **RÉVISION :**

Casey Aspin

### **CONCEPTION :**

Christopher Perrins

## Principes pour l'Investissement Responsable (PRI)

Les PRI coopèrent avec un réseau international de signataires dans le but d'appliquer les six Principes pour l'Investissement Responsable. L'objectif des PRI est de comprendre les conséquences sur les investissements des questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG), et d'aider les signataires à intégrer ces enjeux dans leurs décisions d'investissement et d'actionnariat. Les PRI agissent dans l'intérêt à long terme de leurs signataires, des marchés financiers et économiques dans lesquels ceux-ci exercent leurs activités et, en définitive, dans l'intérêt à long terme de l'environnement et de la société dans son ensemble.

Les six Principes pour l'Investissement Responsable sont un ensemble de principes d'investissement volontaires et incitatifs qui offrent tout un éventail de possibilités pour intégrer les questions ESG aux pratiques d'investissement. Ces Principes ont été élaborés par des investisseurs, pour des investisseurs. En les appliquant, les signataires contribuent à l'édification d'un système financier mondial plus responsable.

Pour plus d'informations : [www.unpri.org](http://www.unpri.org)



## Les PRI sont une Initiative pour les investisseurs en partenariat avec l'Initiative financière du PNUE et le Pacte mondial des Nations Unies.

### Initiative financière du Programme des Nations Unies pour l'Environnement (UNEP FI)

L'UNEP FI est un partenariat unique entre le Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE) et le secteur financier mondial. L'UNEP FI travaille de concert avec plus de 200 institutions financières signataires de la Déclaration sur le développement durable de l'UNEP FI, ainsi qu'avec un éventail d'organisations partenaires, afin de mettre au point et de promouvoir des ponts entre durabilité et résultats financiers. Grâce à ses réseaux de pair à pair, à la recherche et à la formation, l'UNEP FI mène à bien sa mission : identifier, promouvoir et matérialiser l'adoption des bonnes pratiques environnementales et de durabilité, et ce à tous les niveaux des activités des institutions financières.

Pour plus d'informations : [www.unepfi.org](http://www.unepfi.org)



### Pacte mondial des Nations Unies

Le Pacte mondial des Nations Unies est un appel aux entreprises, partout dans le monde, à aligner leurs opérations et stratégies sur dix principes universellement reconnus dans le domaine des droits humains, du travail, de l'environnement et de la lutte contre la corruption, et à prendre des mesures en faveur des ambitions des Nations Unies incarnées par les Objectifs de développement durable. Le Pacte mondial des Nations Unies est une plateforme de leadership au service du développement, de la mise en œuvre et de la diffusion de pratiques d'entreprise responsables. Lancée en 2000, c'est la plus importante initiative au monde concernant la durabilité des entreprises, avec plus de 8 800 entreprises et 4 000 autres entités signataires dans plus de 160 pays et plus de 80 réseaux locaux.

Pour plus d'informations : [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org)

