
ÉTUDE SPÉCIALE

Services économiques TD



1 novembre 2013

OBLIGATIONS VERTES : LES OBLIGATIONS DE LA VICTOIRE DE L'ENVIRONNEMENT

Faits saillants

- Les obligations vertes sont un titre de créance émis pour réunir des capitaux affectés exclusivement à des projets qui comportent des avantages précis sur le plan de l'environnement. Elles permettent de recueillir des fonds pour des projets environnementaux alors que les gouvernements sont à court de liquidités. La première obligation verte dont le produit a été affecté a été émise il y a six ans seulement. Il s'agit donc d'un instrument financier relativement nouveau dont le format doit être normalisé.
- Les investisseurs institutionnels sont les clients les plus susceptibles d'être intéressés par les obligations vertes. Ces investisseurs détiennent 72 % des placements à long terme sur le marché obligataire mondial, qui atteint 95 billions de dollars américains, et ils ont démontré de l'intérêt pour les produits de placement environnementaux. Cependant, les particuliers investissent de plus en plus dans les obligations vertes, soit directement en diversifiant leur portefeuille, soit indirectement en investissant dans des fonds communs de placement.
- Parce que leur format n'est pas normalisé, il est difficile d'évaluer la taille du marché des obligations vertes. Ses caractéristiques varient selon la façon dont on définit l'instrument, mais selon les estimations actuelles, sa valeur se situerait entre 10 et 346 milliards de dollars américains. Mais selon toutes les estimations, la demande pour les obligations vertes est importante et est en forte hausse depuis six ans.
- Les obligations vertes sont un bon moyen de réunir beaucoup de capitaux pour financer divers investissements en faveur de l'environnement. Cependant, elles ne conviennent pas à tous les types de projets, en particulier les plus risqués.
- Bien qu'elles offrent des perspectives très prometteuses, les obligations vertes sont toujours soumises à la même analyse de valorisation que tous les autres titres de créance. Pour que les obligations vertes connaissent un réel succès, leur structure, leur taux de rendement et leur profil de risque doivent être semblables à ceux des obligations classiques.

Pour préserver l'intégrité de l'environnement et soutenir les efforts d'adaptation aux changements climatiques et d'atténuation de leurs effets, il faudra investir des sommes considérables, à l'échelle mondiale, de beaucoup supérieures aux investissements actuels (voir le tableau 1). Malgré le consensus international quant à la nécessité de combler le déficit d'investissements en faveur de l'environnement, la part que les gouvernements peuvent prendre aux efforts consentis en ce sens a ses limites. En effet, la fragilité de la conjoncture économique mondiale et la nécessité d'assainir les finances publiques ont considérablement diminué la capacité des gouvernements à soutenir les projets environnementaux.

À mesure que les effets de la dégradation de l'environnement et les risques que cela comporte deviennent plus apparents, la communauté internationale commence à se tourner vers le financement privé

Tableau 1 - Estimations du déficit de financement en faveur de l'environnement

Besoins de financement	Capitaux requis (\$US)
Flux des pays développés vers les pays en développement pour l'adaptation au changement climatique et l'atténuation de ses effets [1]	100 milliards de dollars par année d'ici 2020
Infrastructures hydrauliques [2]	800 milliards de dollars par année d'ici 2015
Réduction de moitié des émissions de CO ₂ liées au secteur de l'énergie à l'échelle mondiale d'ici 2050 [3]	De 300 à 400 milliards de dollars entre 2011 et 2020; jusqu'à 750 milliards de dollars d'ici 2030; plus de 1,6 billion de dollars par année entre 2030 et 2050
Investissements dans l'énergie propre nécessaires pour que le réchauffement planétaire ne dépasse pas 2°C [4]	500 milliards de dollars par année d'ici 2020
Investissements nécessaires pour la transformation de l'énergie (activités courantes + investissements supplémentaires) [5]	65 billions de dollars d'ici 2050 (1,6 billion de dollars par année)

Sources : OCDE; voir les notes en fin de texte pour les sources respectives.

pour combler le déficit d'investissement. Les obligations vertes sont devenues des instruments de premier plan pour financer les investissements en faveur de l'environnement et elles ont suscité un vif intérêt tant chez les investisseurs que chez les environnementalistes. Toutefois, les obligations vertes sont encore relativement nouvelles et leur format doit être normalisé. Dans la présente étude spéciale, nous apportons certains éclaircissements sur les obligations vertes, ce qu'elles sont, comment elles sont structurées et comment elles peuvent contribuer à attirer des placements privés en faveur des projets environnementaux.

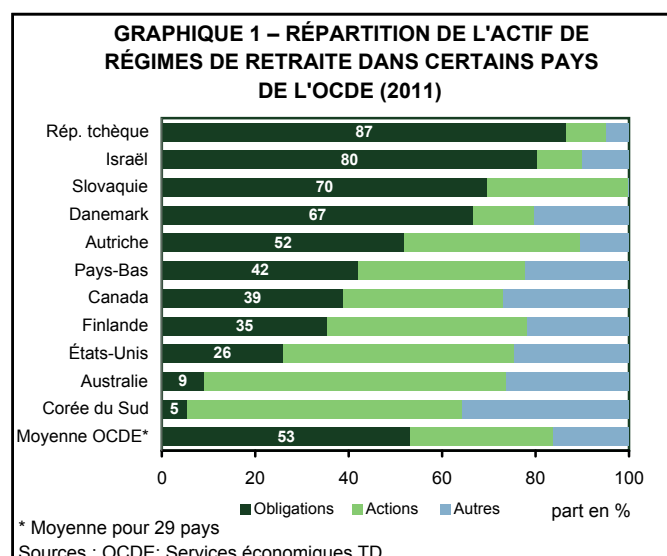
Qu'est-ce qu'une obligation verte?

Les obligations vertes sont des titres de créance émis pour réunir des capitaux affectés à des projets qui comportent des avantages précis sur le plan de l'environnement. On peut les considérer comme les obligations de la Victoire de l'environnement. L'éventail des projets qu'on qualifie de « verts » est déterminé par l'émetteur, et peut être assez large. À une extrémité du spectre, l'instrument peut servir à soutenir les efforts d'adaptation aux changements climatiques et d'atténuation de leurs effets (on parle parfois d'obligations climatiquement responsables). Dans d'autres cas, l'obligation verte peut être affectée à un objectif plus précis, par exemple à un problème environnemental particulier ou à une certaine technologie, comme les projets d'énergie solaire ou éolienne ou de rénovation et de transport énergétiques (on parle parfois d'obligations pour l'énergie renouvelable, d'obligations pour l'efficacité énergétique et d'obligations pour le transport vert).

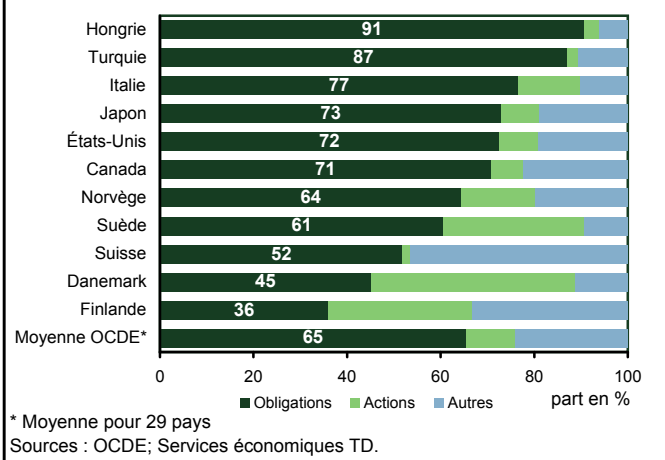
Peu importe leur étiquette, les obligations vertes sont semblables aux obligations classiques, à la différence que

leur produit est exclusivement affecté au financement de projets environnementaux approuvés. Les obligations classiques émises aux fins générales de l'entreprise peuvent avoir un petit côté « mystérieux », dans le sens que les investisseurs ne savent pas vraiment à quoi les fonds sont affectés. Les obligations vertes, cependant, exigent de la transparence, car les investisseurs doivent être assurés que les fonds recueillis sont bien utilisés et que les projets qu'ils servent à financer procurent les avantages prévus sur le plan environnemental. Les émetteurs d'obligations vertes se conforment habituellement à cette exigence de transparence par un contrôle structuré et par la vérification faite par des auditeurs et des spécialistes de l'environnement. Ce contrôle peut être assuré par l'émetteur de l'obligation ou par un tiers.

Les obligations vertes peuvent être émises par les gouvernements, des sociétés fermées, des banques commercia-



GRAPHIQUE 2 – RÉPARTITION DES ACTIFS DE FONDS D'ASSURANCE DANS CERTAINS PAYS DE L'OCDE (2011)



les et des institutions financières internationales (p. ex. la Banque mondiale). Certaines des émissions ayant connu le plus grand succès à ce jour ont été faites par ces dernières. En 2008, la Banque mondiale a émis sa première obligation considérée verte et, depuis, elle a réalisé plus de 40 nouvelles émissions, d'une valeur de 4 milliards de dollars américains. Les obligations émises par des institutions financières internationales sont populaires auprès des investisseurs parce qu'elles se comparent souvent à des obligations du Trésor, qu'elles sont libellées en monnaies de référence et qu'elles présentent un risque de crédit relativement faible.

Les obligations vertes émises par des municipalités et des sociétés fermées ne connaissent pas encore autant de

succès, car en raison de la taille modeste des émissions et du risque de crédit plus élevé de ces obligations, elles ne sont pas considérées comme des titres de qualité par les investisseurs institutionnels. À ce jour, aucune municipalité canadienne n'a émis d'obligations vertes. Cependant, la province de l'Ontario annonçait récemment qu'elle compte émettre des obligations vertes l'année prochaine. Le produit sera affecté au financement de projets d'infrastructure liés, par exemple, aux transports en commun à l'échelle de la province. Par ailleurs, des sociétés fermées canadiennes ont émis des « obligations climatiquement responsables », d'une valeur d'un peu plus de 5 milliards de dollars américains, principalement dans les secteurs du transport ferroviaire et de l'énergie renouvelable.

Portrait de ceux qui investissent dans les obligations vertes

Les investisseurs institutionnels comme les régimes de retraite, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurance et les fonds souverains représentent un marché naturel pour les obligations vertes. Ils les jugent intéressantes parce que ce sont des instruments financiers à long terme. C'est ce qui explique que les investisseurs institutionnels détiennent environ 72 % des placements à long terme sur le marché obligataire mondial et qu'ils aient un besoin appréciable de ces titres à revenu fixe pour leurs portefeuilles (voir les graphiques 1 et 2).

Les investissements en faveur de l'environnement constituent désormais pour eux un moyen de se conformer à

Zone de texte 1 - Principaux intervenants sur le marché des obligations vertes

Émetteurs (emprunteurs) – Les institutions qui émettent une obligation (créance) dans le public contre la promesse d'en rembourser la valeur en totalité, plus un taux d'intérêt, à une certaine date (échéance). Les émetteurs utilisent le produit de l'obligation uniquement pour financer des projets environnementaux. Exemples : institutions financières internationales, gouvernements, sociétés fermées et banques commerciales. Les émetteurs sont les emprunteurs.

Investisseurs (prêteurs) – les investisseurs achètent les obligations de l'émetteur. Les investisseurs prêtent des fonds aux emprunteurs, et ces fonds leur sont remboursés, avec intérêts, à une date ultérieure. Les investisseurs institutionnels comprennent les régimes de retraite, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurance et les fonds souverains. Les ménages investissent aussi dans des obligations vertes, mais à une échelle relativement moindre. Les investisseurs sont des prêteurs.

Auditeurs/Vérificateurs – Des spécialistes qui contrôlent l'utilisation du produit tiré des obligations vertes. Des spécialistes de la finance et de la comptabilité s'assurent que les fonds sont exclusivement affectés à des projets environnementaux, et des environnementalistes vérifient que les projets procurent les avantages prévus sur le plan environnemental. Le contrôle et la vérification des projets peuvent être assurés par un tiers à l'externe ou par l'institution émettrice, si elle a la capacité technique et le savoir-faire nécessaires.

Tableau 2 - Obligations considérées vertes émises (2007-2013)

Institution émettrice	N ^{bre} d'émissions	Montant de l'émission (millions de \$ US)
Banque mondiale	46	3,844 \$
Banque européenne d'investissement	12	3,479 \$
International Finance Corp	8	2,001 \$
Kommunalbanken AS	8	175 \$
African Development Bank	7	838 \$
Banque européenne pour la reconstruction et le développement	7	376 \$
Asian Development Bank	6	794 \$
Nordic Investment Bank	4	412 \$
Export-Import Bank of Korea	1	500 \$

Source : Bloomberg (données en date d'octobre 2013); Services économiques TD.

leurs énoncés de mission et de réduire l'exposition au risque lié à l'effet des changements climatiques. Certains des plus importants régimes de retraite du monde, comme le California State Teachers' Retirement System, ont un mandat qui intègre le risque climatique dans leur stratégie de répartition de l'actif et de placement ainsi que dans leurs pratiques de vote en matière de gouvernance d'entreprise. D'autres investisseurs institutionnels ont des exigences de placement liées aux investissements en faveur de l'environnement. Le régime de retraite danois ATP, par exemple, a affecté 1 milliard de dollars américains aux investissements liés aux changements climatiques. La demande pour des instruments financiers verts devrait s'accroître rapidement, au même rythme que la place qu'occupera l'environnement dans les décisions prises par les investisseurs institutionnels. En fait, certaines des obligations vertes émises par la Banque mondiale ont été conçues à la demande et selon les exigences des régimes de retraite des pays nordiques.

Les obligations vertes intéressent aussi les petits investisseurs, bien qu'à une échelle beaucoup plus petite, et les placements de particuliers comptent pour environ 10 % du marché obligataire mondial. Il ne faut toutefois pas sous-estimer le rôle des petits investisseurs, car ils détiennent indirectement un grand nombre d'obligations par l'intermédiaire de leurs régimes de retraite et de leurs fonds communs de placement. S'il est vrai que ces fonds ne sont pas directement gérés par les ménages, en tant que clients, ceux-ci peuvent donner des directives aux investisseurs institutionnels qui gèrent leurs avoirs.

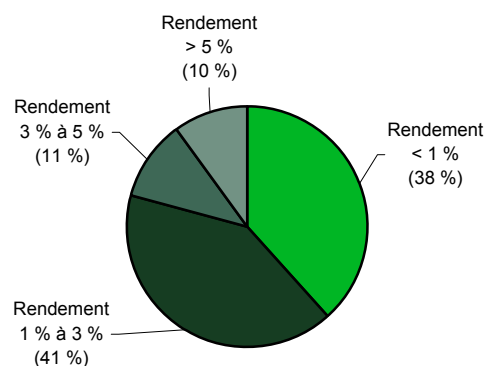
Les personnes qui se soucient de l'environnement et qui gèrent leur propre épargne-retraite ou celles qui cherchent des placements à long terme peuvent constater que les obligations vertes leur offrent l'occasion de soutenir leurs collectivités locales tout en respectant leurs exigences de placements à revenu fixe et en diversifiant leur portefeuille. À ce jour, la demande pour les obligations vertes de la part des petits investisseurs est considérable. À preuve, la Banque mondiale a émis sur le marché obligataire japonais Uridashi une série d'obligations vertes qui sont adaptées aux ménages.

À quoi ressemble le marché?

En tant qu'instrument financier, les obligations vertes en sont encore à leurs premiers pas et leur format doit être normalisé. C'est pourquoi il est difficile de caractériser leur marché, car c'est la définition qu'on en donne qui détermine ce marché.

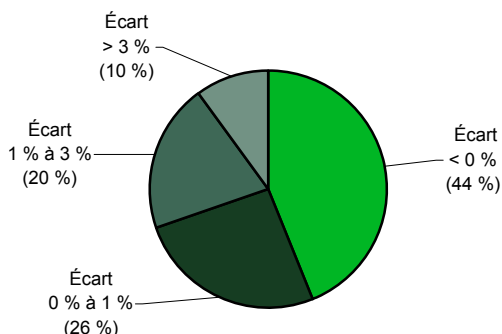
Les estimations actuelles de la taille de ce marché varient énormément et peuvent se situer entre 10 milliards et 346 milliards de dollars américains. Nous vous présentons quelques-unes de ces estimations pour vous donner une idée de la taille du marché. Il ne faut pas oublier que chaque chiffre correspond à une définition différente de ce qu'est une obligation verte. Il est donc difficile de comparer les estimations entre elles, car elles quantifient des univers différents. Toutefois, l'analyse de ces diverses estimations permet de tirer des conclusions importantes quant à ce marché.

La première porte sur les titres de créance qu'on appelle « obligations vertes ». Selon Bloomberg, la valeur des obligations considérées « vertes » émises depuis 2007 se chiffre à 12 milliards de dollars américains, dont des fonds non encore

GRAPHIQUE 3 – RENDEMENT D'OBLIGATIONS CONSIDÉRÉES VERTES EN COURS*


* Compte non tenu des obligations sans données sur le rendement
Sources : Bloomberg, Services économiques TD.

GRAPHIQUE 4 - ÉCARTS ENTRE LE TAUX DES OBLIGATIONS CONSIDÉRÉES VERTES* ET LES OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN DE RÉFÉRENCE



* Compte non tenu des obligations sans données sur le rendement
Sources : Bloomberg; HAVER Analytics; approximations des Services économiques TD.

engagés d'environ 10 milliards de dollars américains. Ces obligations sont principalement émises en grandes devises par des institutions financières internationales (voir le tableau 2) dont la majorité a mis en place des structures d'audit et de contrôle pour s'assurer que le produit est strictement affecté et utilisé de façon appropriée. En général, les obligations dites « vertes » sont des placements à moyen et à long terme dont la plupart des échéances varient de 5 à 10 ans. Les rendements s'échelonnent généralement entre 0 % et 3 % (voir le graphique 3). De plus, la majorité des obligations vertes affichent des écarts de rendement positifs comparativement aux taux respectifs de leurs obligations du Trésor de référence (voir le graphique 4). Comme elles peuvent dégager un rendement supérieur à celui de leurs principales concurrentes, les obligations vertes sont devenues de plus en plus populaires, leur taux d'émission annuel ayant progressé de 30 % entre 2011 et 2012. Depuis octobre 2013, les émissions annuelles ont atteint leur plus haut niveau de tous les temps (voir le graphique 5).

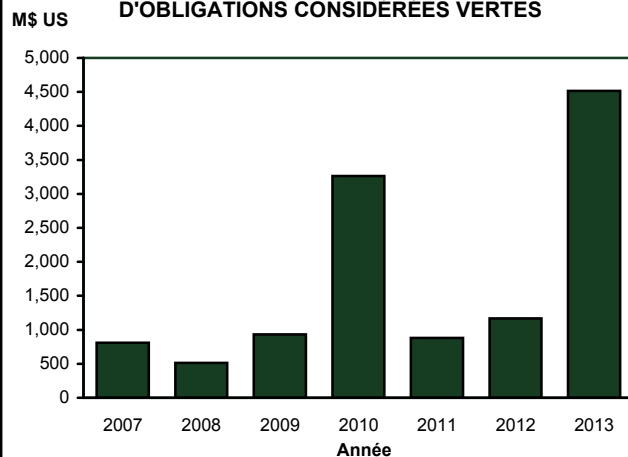
La Climate Bonds Initiative (CBI) a réalisé une deuxième estimation approximative du marché des obligations climatiquement responsables. Selon la définition sous-jacente de l'obligation qu'en donne l'organisme, l'utilisation du produit doit satisfaire à des critères favorisant une économie à faibles émissions de carbone et résiliente aux changements climatiques, sans que les obligations soient nécessairement désignées comme étant vertes. La CBI estime qu'il y a pour 346 milliards de dollars américains d'obligations vertes en circulation, la Chine étant de loin le principal émetteur (voir le graphique 6). La plupart de ces obligations ont été émises pour financer des projets dans le secteur du transport (voir

le graphique 7). De cette somme, une tranche de 163 milliards est considérée comme étant de première qualité – ce qui signifie que le risque, la monnaie d'émission et la taille de l'émission sont susceptibles d'attirer les investisseurs institutionnels. Les deux tiers des obligations climatiquement responsables de première qualité sont émises par des sociétés fermées et les rendements se situent entre 0 % et 3 %. Cependant, certains secteurs du marché offrent des rendements plus concurrentiels s'échelonnant entre 3 % et 10 % (voir le graphique 8).

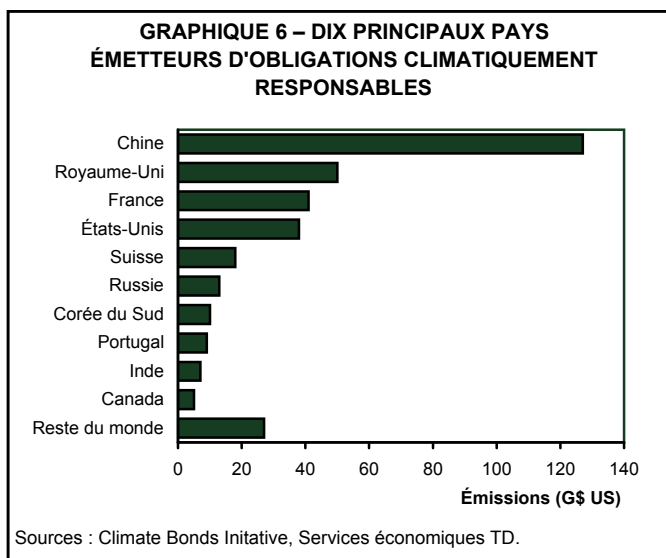
Comme les obligations considérées « vertes », les obligations climatiquement responsables sont généralement des placements à moyen et à long terme dont la plupart des échéances s'échelonnent entre 5 et 10 ans. Les obligations climatiquement responsables sont, elles aussi, de plus en plus populaires auprès des investisseurs, les émissions annuelles ayant progressé de 25 % entre 2011 et 2012. Dans le cadre de l'estimation faite par la CBI des obligations climatiquement responsables, il n'est pas nécessaire qu'elles fassent l'objet d'un contrôle, que les fonds soient expressément affectés ni qu'elles soient liées au financement de certains projets. C'est pourquoi l'estimation faite par la CBI du marché obligataire climatiquement responsable est beaucoup plus importante que celles faites par d'autres institutions. Il est donc possible que cet organisme surestime quelque peu la taille du marché des obligations vertes en raison de la définition qu'on en donne ici.

À partir de deux définitions distinctes fondées sur l'exposition d'une société à l'énergie renouvelable, la Bloomberg New Energy Finance estime que la taille du marché des obligations vertes varie entre 14 milliards de

GRAPHIQUE 5 – ÉMISSIONS ANNUELLES D'OBLIGATIONS CONSIDÉRÉES VERTES



Sources : Bloomberg, Services économiques TD.



dollars américains (définition étroite) et 216 milliards de dollars américains (définition large). Selon la définition étroite, la plus grande partie des obligations dont le total atteint 14 milliards de dollars américains ont été émises par des banques de développement ou des sociétés fermées pour financer des projets d'énergie renouvelable et d'efficacité énergétique. Il n'est nulle part mentionné qu'un système de contrôle soit requis. L'OCDE a réalisé sa propre estimation, selon laquelle ce marché atteindrait presque 16 milliards de dollars américains.

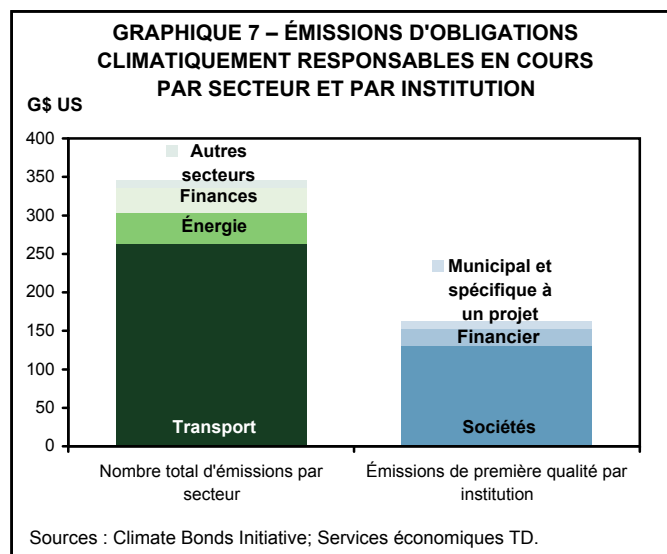
Malgré l'impossibilité de comparer directement ces diverses estimations, on peut tout de même en tirer certaines conclusions sur le marché des obligations vertes dans son ensemble. La première observation qu'on peut faire, c'est que le marché des obligations vertes est important et qu'il connaît probablement une croissance rapide. Les nombreuses émissions et réémissions réalisées par les institutions laissent croire que tant les émetteurs que les investisseurs estiment que les obligations vertes constituent généralement de bons placements. Par ailleurs, la multiplication des émissions témoigne d'une croissance de la demande parmi les investisseurs et de la plus grande confiance accordée au produit par les émetteurs.

Mais pourquoi investir dans des obligations vertes ?

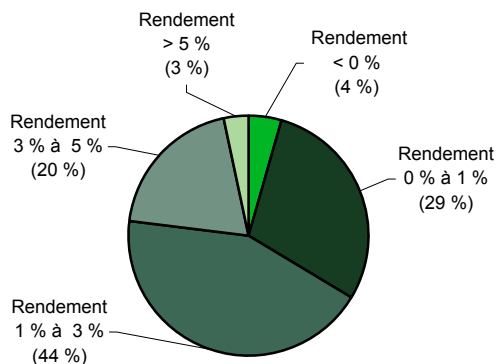
Les obligations vertes ne sont pas une panacée qui permet de combler le déficit d'investissements en faveur de l'environnement. Cependant, elles offrent certains avantages par rapport aux autres instruments financiers. D'abord, ces obligations sont un bon moyen de soutenir les investissements en faveur de l'environnement à grande échelle, particulièrement en ce qui concerne l'infrastructure verte à

forte intensité de capital comme celle liée à l'énergie solaire ou éolienne. Les obligations fournissent un flux régulier de capitaux sur plusieurs années, ce qui permet de lancer les projets et d'assurer leur survie avant qu'ils n'atteignent la rentabilité. Ensuite, les obligations vertes ont accès à un marché existant rempli d'investisseurs dont l'appétit pour les obligations est bien connu. Le marché obligataire mondial est évalué à environ 95 billions de dollars américains, ce qui fournit aux obligations vertes une plateforme et de multiples occasions de réunir des capitaux importants. Compte tenu du fait que des obligations génériques d'une valeur de 6 billions de dollars américains ont été émises dans le cadre de 30 000 opérations distinctes en 2010 seulement, la place ne manque pas pour accroître le nombre d'émissions d'obligations vertes.

Mais si le marché obligataire présente un fort potentiel, il faut se rappeler que les obligations vertes ne conviennent pas à tous les types de projet environnemental, surtout lorsque les investisseurs institutionnels sont les principaux acheteurs des créances. En règle générale, les obligations vertes ne sont pas idéales pour financer de nouvelles technologies qui n'ont pas fait leurs preuves en raison du risque de non-paiement plus élevé qu'elles comportent. De plus, les investisseurs institutionnels ont montré peu d'intérêt pour les obligations dont le rendement est lié à celui d'un actif (obligations adossées à des actifs) et pour le placement direct pour des raisons de risque, de non-liquidité et de capacité technique. En fait, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) estime que moins de 1 % des actifs des régimes de retraite dans le monde sont directement affectés à des investissements dans les



GRAPHIQUE 8 – RENDEMENTS D'OBLIGATIONS CLIMATIQUEMENT RESPONSABLES DE PREMIÈRE QUALITÉ EN CIRCULATION*



* Compte non tenu des obligations sans données sur le rendement
Sources : Climate Bonds Initiative, Services économiques TD.

L'avenir des obligations vertes

Le marché des obligations vertes peut connaître une énorme expansion. Les grands projets environnementaux ont besoin de financement privé, ce qui contribuerait à alléger les contraintes budgétaires des gouvernements. Le potentiel pour l'offre d'obligations vertes serait énorme. Cependant, chaque obligation émise devra trouver acheteur, et les marchés doivent être en mesure d'absorber les futures émissions. Cela signifie que l'offre future d'obligations vertes sera contrainte par la demande de celles-ci.

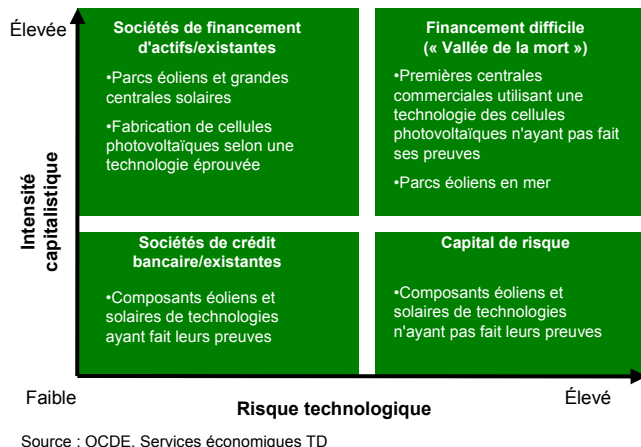
En règle générale, il existe, à l'échelle mondiale, un montant maximal d'épargne qui peut être placé et dont une partie seulement est affectée à des placements à revenu fixe. Sur le marché des titres à revenu fixe, une multitude d'instruments de créance se disputent les fonds disponibles. Ainsi, des 71 billions de dollars américains gérés par les investisseurs institutionnels, seule une tranche estimative de 7 billions de dollars américains est admissible à des placements dans des produits de créance à revenu fixe à long terme. Les obligations vertes sont en concurrence avec d'autres titres de créance à cet égard. Mais on peut faire beaucoup avec peu. Même à sa valeur estimative maximale, le marché des obligations vertes ne représente encore que 0,4 % du marché obligataire mondial, qui atteint 95 billions de dollars américains. Avec ne serait-ce que 1 % des 7 billions de dollars américains admissibles, le taux d'émission d'obligations vertes actuel augmenterait de 20 % selon la valeur estimative maximale de ce marché, et de 800 % selon sa valeur estimative minimale.

On se demande donc quels sont les facteurs qui permettraient aux obligations vertes d'être concurrentielles

infrastructures. Les investissements sur des marchés n'ayant pas fait leurs preuves conviennent mieux aux investisseurs qui ont une forte tolérance au risque comme les sociétés à capital de risque (voir le graphique 9 pour un exemple de la façon dont la pertinence d'un instrument de placement varie selon l'intensité capitalistique et le risque).

Un autre avantage des obligations vertes réside dans le fait qu'elles offrent aux investisseurs l'occasion d'intégrer, sans grand effort, les projets environnementaux dans leur portefeuille. Il peut être difficile pour les investisseurs institutionnels de soutenir les placements verts, car bien des instruments financiers verts se sont dotés de toutes sortes d'options comme les paiements de coupons non conventionnels, les contraintes de liquidité et les échéances variables, qui s'intègrent difficilement aux structures de portefeuille en place. Par contre, les obligations vertes peuvent être conçues selon une structure semblable à celle des obligations du Trésor classiques, qui sont faciles à intégrer dans le portefeuille des investisseurs institutionnels. C'est dire que les obligations vertes peuvent facilement s'insérer dans les structures d'actifs existantes et améliorer l'image d'une société sur le plan de la responsabilité environnementale sans exiger d'effort supplémentaire de la part de l'investisseur. Qui plus est, les obligations vertes ont un léger avantage concurrentiel par rapport aux obligations classiques du fait que, mis devant deux obligations présentant des caractéristiques identiques – à la différence que l'une d'elles est liée au financement vert –, les investisseurs peuvent opter pour un investissement en faveur de l'environnement par conscience sociale.

GRAPHIQUE 9 - FINANCEMENT SELON LE RISQUE TECHNOLOGIQUE ET L'INTENSITÉ CAPITALISTIQUE



et d'accroître leur part de marché. Leur popularité auprès des investisseurs en général est tributaire de leur structure et de leur format. Pour attirer l'éventail d'investisseurs le plus large possible, les obligations vertes doivent, dans la mesure du possible, être structurées comme les obligations habituelles. Comme nous l'avons dit, le fait d'assortir les obligations vertes de toutes sortes d'options engendre la confusion et les rend plus difficiles à évaluer et à insérer dans des portefeuilles déjà bien établis, et donc moins intéressantes pour certains investisseurs institutionnels. À ce jour, les obligations vertes qui ont connu le plus de succès étaient identiques aux obligations du Trésor ordinaires dont les investisseurs institutionnels ont l'habitude, en raison de leur liquidité.

S'il est vrai que la structure est importante, le rendement des obligations vertes doit absolument être concurrentiel par rapport à celui d'autres produits. Certains investisseurs comme les sociétés ou les gouvernements peuvent être prêts à sacrifier une petite partie du rendement pour soutenir des projets environnementaux par conscience sociale ou pour des raisons stratégiques. Ce sont ces investisseurs qui financent les obligations présentant un écart de taux négatif (c.-à-d. que l'émetteur crée un instrument de créance dont le rendement est inférieur au taux de référence d'une obligation du Trésor; voir le graphique 4). Les émetteurs de ce type sont, à ce jour, uniquement des institutions financières comme la Banque mondiale. Il se peut qu'elles se soient fixé des objectifs de nature sociale ou qu'elles aient voulu aider le marché, relativement nouveau, des obligations vertes à prendre de l'essor. Cependant, pour accroître leur part de marché, les obligations vertes doivent être conçues à l'intention de la majorité des investisseurs, qui tiennent avant tout à maximiser leur rendement.

Les investisseurs institutionnels sont responsables envers leurs clients et ils ont comme priorité absolue de maximiser le flux de rendements à long terme corrigés du risque pour leurs portefeuilles. Les associations sectorielles d'investisseurs institutionnels comme l'Institutional Investors Group on Climate Change ont publiquement déclaré que les investisseurs institutionnels souhaitent soutenir le placement vert, mais qu'ils ne sont pas prêts à sacrifier les rendements financiers à cette fin. Autrement dit, ils favoriseront les marchés et les technologies bien établis affichant depuis longtemps de bons rendements au détriment des marchés expérimentaux qui n'ont pas fait leurs preuves. Au bout du compte, ces investisseurs doivent satisfaire leurs clients et ils soumettront les obligations vertes aux mêmes critères

de valorisation que tout autre placement. Cette pratique a plusieurs conséquences.

La popularité actuelle des obligations vertes tient beaucoup au fait qu'elles génèrent un rendement supérieur à celui des obligations d'État de référence dans le contexte de faiblesse des taux d'intérêt qui est le nôtre. Ces taux devraient demeurer bas pendant un certain temps, mais ils finiront bien par remonter. Avec la hausse des taux d'intérêt, les obligations d'État verront leur rendement augmenter, ce qui intensifiera le défi posé aux obligations vertes sur le plan concurrentiel. En définitive, le rendement des obligations vertes devra conserver un écart de taux intéressant par rapport au rendement des obligations d'État, mais les placements verts devront aussi se révéler rentables et viables lorsque les taux d'intérêt sont plus élevés.

De plus, à moyen et à long terme, le retour à des taux d'intérêt plus normaux posera probablement un défi pour tous les placements à revenu fixe. Avec la hausse des taux d'intérêt, les investisseurs commenceront à accorder une plus grande place dans leur portefeuille aux placements qui, comme les actions, produisent un meilleur rendement. Cela signifie que la concurrence s'intensifiera sur le marché des titres à revenu fixe, étant donné que les titres de créance devront se partager un réservoir de fonds plus restreint. Pour soutenir la concurrence des instruments financiers, les obligations vertes devront dégager un rendement comparable et lucratif.

De la même façon, il est peu probable que les émetteurs puissent, à perpétuité, répercuter tous les coûts de contrôle et d'audit sur les investisseurs, car cette pratique rend les obligations moins concurrentielles. Bien qu'on dispose de peu de données historiques, nous sommes d'avis que le fait de répercuter les coûts de contrôle et d'audit des obligations vertes sur les investisseurs affaiblit leur rendement, les rend peu attrayantes et leur permet rarement d'atteindre leur volume de souscription maximal.

Enfin, l'absence d'une définition claire du marché des obligations vertes représente aussi une difficulté. La façon dont on définit le marché des obligations vertes influe sur les types de projet financés et sur la capacité de l'instrument de combler le déficit d'investissement en faveur de l'environnement. Par ailleurs, l'application rétroactive d'une étiquette verte à des obligations existantes peut être un couteau à deux tranchants. D'une part, le fait d'être sur un marché préétabli affichant des rendements historiques quantifiables inspire confiance aux investisseurs, ce qui réduit le risque et alimente la demande. Certains investis-

seurs peuvent même se rendre compte que leur portefeuille renferme déjà une bonne quantité de placements verts, ce dont ils n'étaient pas conscients auparavant. D'autre part, l'application rétroactive de l'étiquette verte à des obligations existantes pourrait détourner des investissements qui auraient été faits dans de nouveaux projets environnementaux à la faveur d'investissements déjà populaires, auquel cas l'appellation « verte » pourrait devenir triviale dans l'esprit populaire. On risquerait alors d'assister à un phénomène de « verdissement » des placements et, plus généralement, à une récupération des obligations vertes à des fins de marketing et de relations publiques.

En conclusion

Le marché des obligations vertes en est à ses premiers pas, mais il est très prometteur. Il existe un besoin criant de financement pour les projets environnementaux, et la triste réalité, c'est que les gouvernements n'ont pas les moyens financiers d'y répondre, à court et à long terme. La solution la plus évidente consiste à attirer les placements du secteur privé vers les projets environnementaux, par exemple en émettant des titres de créance pour financer des projets d'investissement liés à l'environnement.

À l'heure actuelle, comme le marché des obligations vertes n'est pas suffisamment normalisé, sur le plan tant des définitions que des produits, il est difficile d'en mesurer la taille. Mais même lorsqu'on applique la définition la plus large, le marché des obligations vertes est très restreint, ce qui laisse penser qu'il y a place pour une croissance considérable. Il est probable que les émissions d'obligations vertes seront très bien accueillies. Si elles sont bien structurées et offrent un rendement concurrentiel, il devrait y avoir une forte demande pour ces produits, en particulier chez les investisseurs institutionnels. À mesure que le marché des obligations vertes prendra de la maturité, nous croyons que les défis associés à leur définition et à leurs diverses caractéristiques s'estomperont. Le temps et la maturité ne peuvent que jouer en faveur de cette catégorie d'actif. Il est également à souhaiter que la sensibilisation à la problématique environnementale stimule les émissions d'obligations vertes et la demande, mais la structure et le rendement demeureront les principaux facteurs de leur popularité. Les investisseurs, les gouvernements, le secteur des services financiers et les environnementalistes continueront de surveiller de près l'évolution des obligations vertes dans l'espoir qu'elles inaugureront une nouvelle ère dans le financement environnemental.

RÉFÉRENCES

1. Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques (2008). « Investissement et flux financiers pour lutter contre les changements climatiques:« mise à jour » <<http://unfccc.int/resource/docs/2010/cop16/eng/07a01.pdf>>
2. Organisation de coopération et de développement économiques (2007). « Les infrastructures à l'horizon 2030 (Volume 2) : Electricité, eau et transports : quelles politiques? » <<http://www.oecd.org/futures/infrastructureto2030/40953164.pdf>>
3. Agence internationale de l'énergie (2008). « Energy Technology Perspectives: Scenarios and Strategies to 2050 » <<http://www.iea.org/publications/freepublications/publication/etp2010.pdf>>
4. Forum économique mondial (2010). « Green Investing 2011: Reducing the Cost of Financing » <http://www3.weforum.org/docs/WEF_IV_Green-Investing_Report_2011.pdf>
5. Nations Unies (2011). La situation économique et sociale dans le monde <http://www.un.org/en/development/desa/policy/wess/wess_current/wess2013/Chapter5.pdf>

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.