



EMETTEURS SOUVERAINS

L'analyse ESG d'ODDO BHF AM



Sommaire

Méthodologie	3
10 thèmes structurés autour des ODD	3
Un modèle d'analyse s'appuyant sur des sources référentes et pérennes	4
Résultats	7
Le modèle vertueux de l'Europe du Nord	7
Quel signal pour le marché du crédit ?	8
Conclusion	11
Annexe 1 : notations macro-ESG des émetteurs souverains	12
Glossaire	14
Profil d'entreprise	15

« Un pays « durable » doit garantir les libertés fondamentales de ses citoyens, investir dans leur développement et celui des prochaines générations et se montrer respectueux de l'environnement. »

Le profil des émetteurs souverains est analysé en passant en revue les indicateurs macro financiers traditionnels : évolution du PIB, consommation privée, investissement public et privé, production industrielle, inflation ou bien encore taux de chômage.

Mais dans un monde de plus en plus complexe et aux équilibres changeants, il nous paraît important de compléter cette approche par une analyse ESG avec un modèle propriétaire qui analyse les émetteurs souverains afin d'avoir une vision la plus exhaustive possible du risque pays.

Face aux trois forces sous-jacentes caractérisant les dernières décennies - le changement climatique, la démographie et la montée du protectionnisme – rappelons que l'histoire a été jalonnée de nombreuses faillites des États qui trouvèrent leur origine le plus souvent dans la raréfaction des ressources (eau, énergie, matières premières agricoles) et dans les inégalités sociales.

Dans un effort continu pour intégrer les critères de développement durable au sein des différentes classes d'actifs dans lesquelles il investit, ODDO BHF Asset Management a travaillé sur un échantillon de 65 pays (35 développés et 30 émergents) représentant une très large majorité de la dette souveraine émise aujourd'hui sur le marché.



Méthodologie

Comme pour les entreprises, la méthodologie macro-développement durable retenue par ODDO BHF Asset Management prend ses racines dans le rapport Brundtland de 1987¹ définissant le concept de « développement durable » et sur les principes du Pacte Mondial des Nations Unies² formalisés en 2000 à savoir droits de l'Homme, droits fondamentaux du travail, environnement et lutte contre la corruption.

« Le développement durable est un mode de développement qui répond aux besoins des générations présentes sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs. »

10 thèmes structurés autour des ODD

En septembre 2015, les 193 Etats membres des Nations Unies ont adopté l'Agenda 2030, formalisé par la définition de 17 objectifs de développement durable (ODD)³. Cet agenda universel doit être mis en œuvre par l'ensemble des pays et vise à relever les défis économiques, sociaux, environnementaux et de gouvernance les plus importants de notre époque.

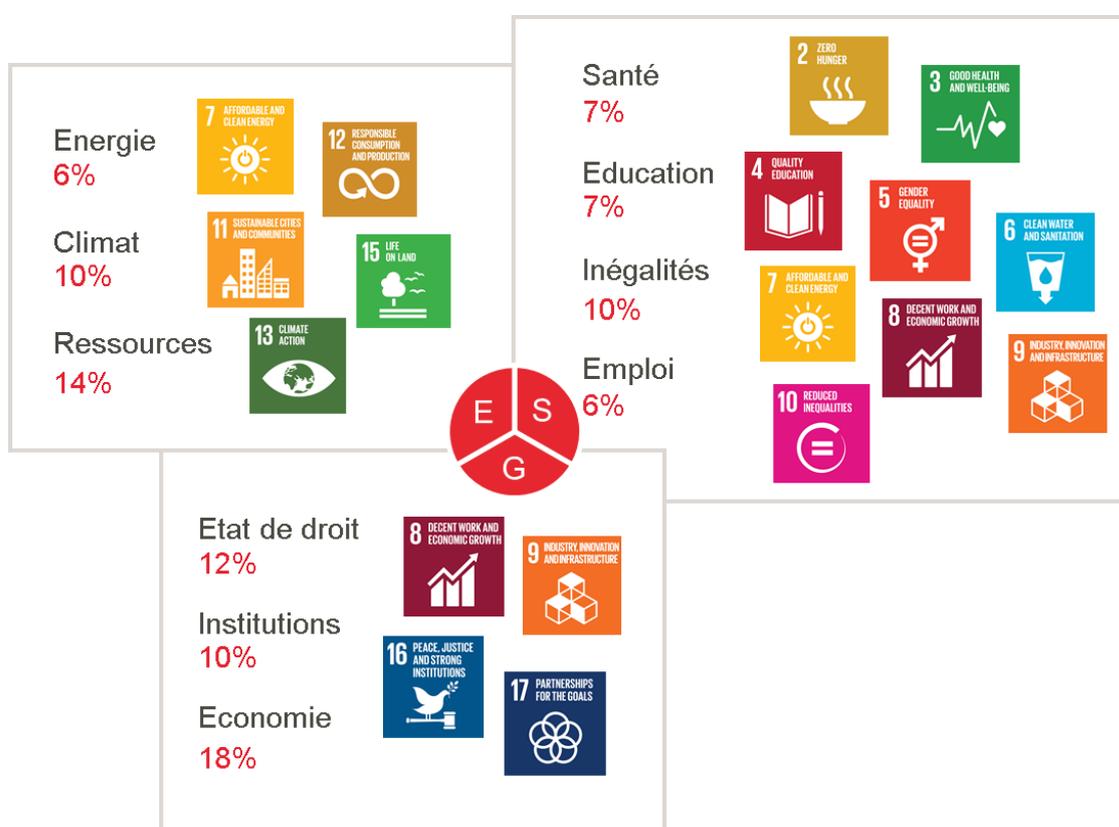
Désormais reconnu comme cadre de référence sur lequel les pays peuvent baser leurs stratégies de développement durable, les ODD sont au cœur de notre modèle d'analyse ESG des émetteurs souverains.

Notre cadre d'analyse est bâti autour de 10 thèmes (3 sur l'Environnement, 4 sur le Social, 3 sur la Gouvernance), chacun se déclinant ensuite en plusieurs critères au sein du modèle. En termes d'équilibre des blocs, nous avons retenu une pondération de 30% pour l'Environnement, 30% pour le Social et 40% pour la Gouvernance.

¹ Voir glossaire

² Voir glossaire

³ Voir glossaire



Source : ODDO BHF AM SAS, Novembre 2019

Un modèle d'analyse s'appuyant sur des sources référentes et pérennes

Notre analyse se base sur des sources de référence telles que des institutions internationales (Banque Mondiale, Nations Unies, FAO, OCDE, Agence Internationale de l'Énergie), des ONG (Transparency International, Freedom House) et des universités (Université de Stuttgart en Allemagne, Université Johannes Kepler en Autriche).



Environnement

Notre modèle intègre 13 critères répartis en trois thèmes sur le bloc Environnement : l'énergie (6%), le climat (10%) et les ressources (14%).

A titre d'exemple, le critère le plus pondéré sur le thème climat est l'indice de PVCCI (Physical Vulnerability to Climate Change Index) de la Fondation pour les Etudes et Recherches sur le Développement International (FERDI). En effet, les conséquences de plus en plus perceptibles du réchauffement climatique, voir le risque d'emballement, rendent essentielle une analyse des risques physiques auxquels chaque pays est exposé. Le PVCCI intègre d'une part les risques liés aux chocs



progressifs (inondations dues à l'élévation du niveau de la mer ou à la fonte des glaciers, aridité croissante), et d'autre part les risques liés à l'intensification des chocs récurrents (précipitations, températures, tempêtes).

Sur le thème des ressources, parmi les critères regardés, nous nous intéressons au « Red List Index » (RLI) de l'Union Internationale pour la Conservation de la Nature, indicateur de l'évolution de la biodiversité dans le monde recensant le degré de protection des espèces animales et végétales et mesurant leur risque d'extinction au fil du temps. Créé en 1964, l'indice est mis à jour tous les 5 ans.



Social

Sur le bloc social, nous étudions 15 critères répartis en 4 thèmes : la santé (7%), l'éducation (7%), les inégalités (10%) et l'emploi (6%).

Sur le thème de la santé, nous retenons par exemple un indicateur de l'Organisation Mondiale de la Santé (OMS) mesurant le degré de couverture de la population d'un pays donné aux services essentiels de santé (protection financière, accès aux soins essentiels, qualité des services de soins, vaccination pour tous).

Sur le thème de l'éducation, nous intégrons dans notre modèle les données de la Banque Mondiale relatives aux dépenses publiques d'éducation (dépenses courantes et d'investissements exprimées en % du PIB).

Sur les inégalités, nous regardons un indicateur tel que l'accès à l'électricité publié par la Banque Mondiale et l'Agence Internationale de l'Energie, considéré comme un besoin essentiel pour une vie digne des populations.



Gouvernance

Enfin, sur le bloc gouvernance, nous passons en revue 8 critères autour de 3 thèmes : l'état de droit (12%), les institutions (10%) et l'économie (18%).

Nous accordons une pondération significative (8%) à l'indice de perception de la corruption, publié annuellement par l'ONG Transparency International. Cet indice classe les pays en fonction de leur niveau perçu de corruption dans le secteur public sur des domaines essentiels tels que la tenue d'élections libres, la liberté de manifestation ou bien encore l'accès à une justice indépendante.

Parmi les critères sur le thème de la compétitivité économique, nous jugeons très pertinent l'indice mesurant le poids de l'économie informelle d'un pays publié par l'Université Johannes Kepler en Autriche. Par économie informelle s'entend toute activité de production de biens et services se

soustrayant volontairement au paiement des impôts et taxes, aux contributions sociales ou bien à la législation sur le travail.

Modèle d'analyse macro-ESG

Bloc	Thème	Critère	Source	Poids
Environnement	Energie	Indépendance énergétique	AIE	2,0
		Part de renouvelables dans le mix énergétique	Banque Mondiale	2,0
		Consommation d'énergie	Banque Mondiale	2,0
	Climat	Intensité carbone de la croissance	Banque Mondiale	2,0
		Emissions de CO2	Banque Mondiale	2,0
		Indice des risques PVCCI	FERDI	6,0
	Ressources	Autosuffisance alimentaire	FAO	1,5
		Terres arables	Banque Mondiale	1,5
		Taux de particules dans l'air (PM2.5)	Banque Mondiale	2,0
		Pression exercée sur les ressources en eau	FAO	4,0
		Zones protégées	Nations-Unies	1,0
		Fôrets	FAO	1,0
		Indice RLI de protection de la biodiversité	IUCN	3,0
Social	Santé	Espérance de vie à la naissance	Banque Mondiale	2,0
		Obésité	OMS	1,5
		Couverture santé universelle	OMS	2,0
		Taux de fécondité	Banque Mondiale	1,5
	Education	Classement PISA	PISA	1,5
		Accès à l'enseignement primaire	Banque Mondiale	2,0
		Durée moyenne d'éducation	Banque Mondiale	1,5
	Inégalités	Dépenses publiques d'éducation	Banque Mondiale	2,0
		Indice GINI	Banque Mondiale	4,0
		Accès à l'électricité	Banque Mondiale/AIE	2,0
		Services d'assainissement	Banque Mondiale	2,0
	Emploi	Accès à internet	Banque Mondiale	2,0
Participation au marché du travail		Banque Mondiale	2,0	
Chômage des jeunes		Banque Mondiale	2,0	
	Proportion de femmes sur le marché du travail	Banque Mondiale	2,0	
Gouvernance	Etat de droit	Indice mondial de la paix	Institut pour l'économie et la paix	2,0
		Liberté dans le monde	Freedom House	2,0
		Indice de perception de la corruption	Transparency International	8,0
	Institutions	Efficacité gouvernementale	Banque Mondiale	4,0
		Stabilité politique et absence de violence	Banque Mondiale	6,0
	Economie	Indice de compétitivité mondiale	Forum Economique Mondial	4,0
		Economie informelle dans le monde	Université Johannes Kepler	8,0
	Dette publique portée par les jeunes (< 14 ans)	Banque Mondiale	6,0	

Source : ODDO BHF AM SAS, Novembre 2019

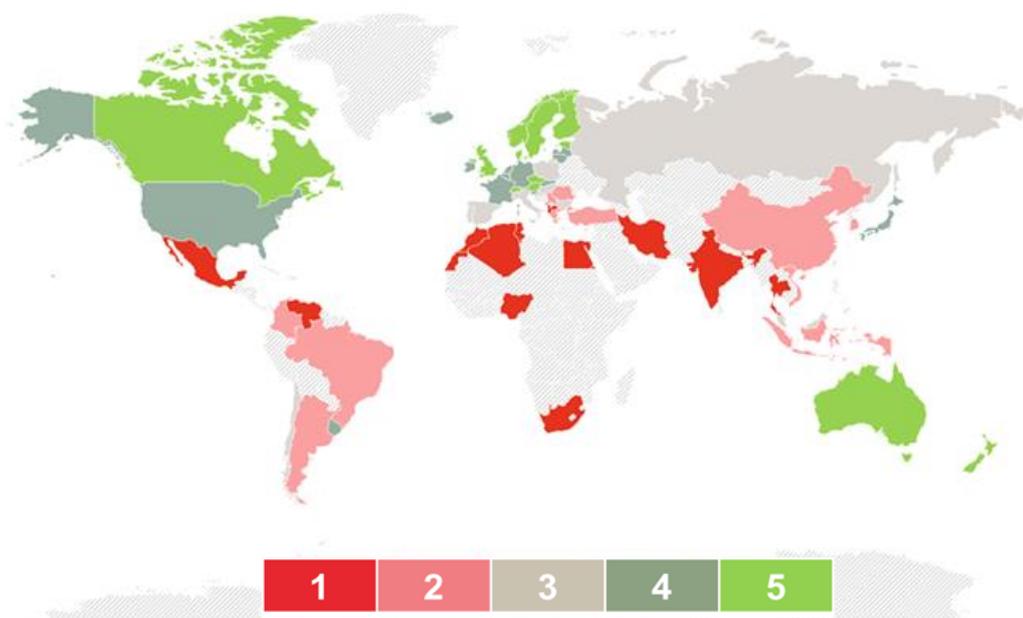


Résultats

Le modèle vertueux de l'Europe du Nord

Sans surprise, les pays d'Europe du Nord occupent une place prépondérante en haut du classement (Suède, Norvège, Danemark, Finlande, Estonie). En effet, leur modèle social vertueux et la solidité de leurs institutions restent des atouts prépondérants en Europe du Nord. Sur le bloc Environnement, ces pays se distinguent également par des mix énergétiques sobres en émissions de carbone et par une forte capacité à anticiper et gérer les risques climatiques (transition et physiques).

Carte des notations macro- ESG des émetteurs souverains



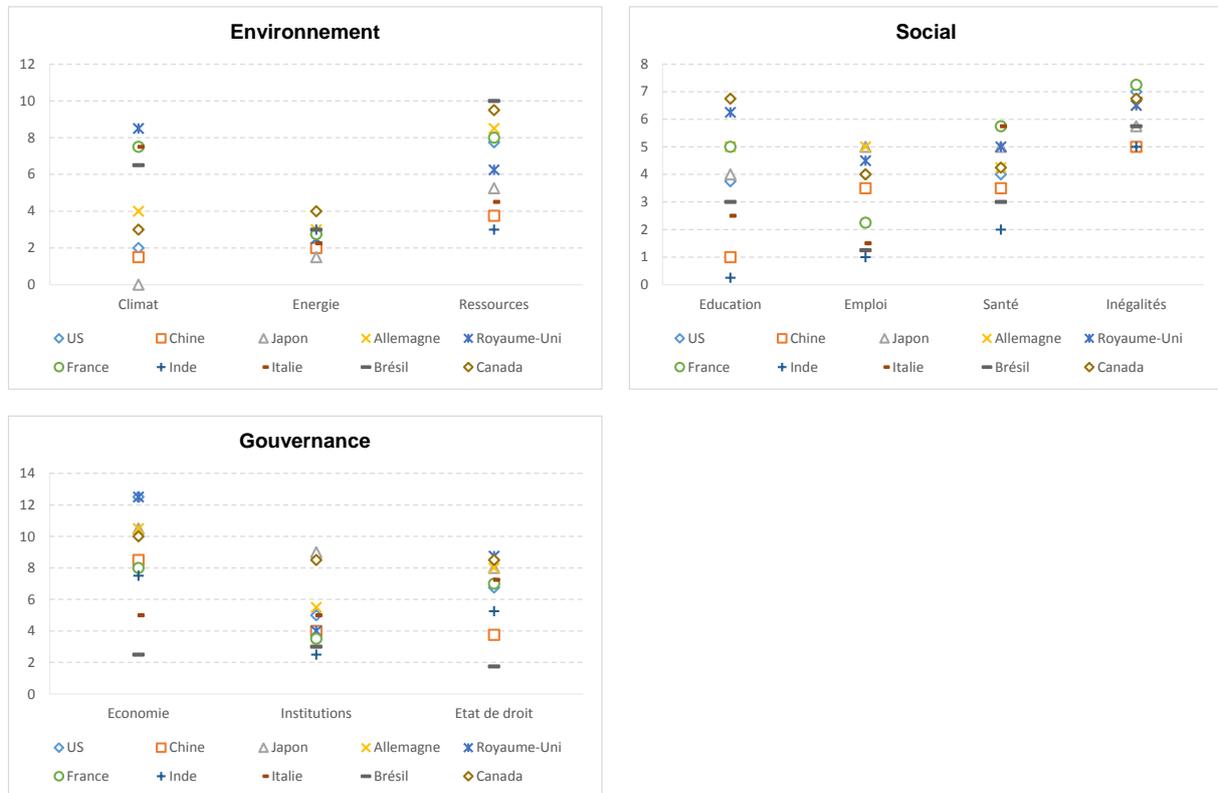
Source : ODDO BHF AM SAS

En considérant que l'analyse macro-développement durable nous apporte des signaux faibles d'évolution positive ou négative de la pérennité d'un modèle de développement donné, nous relevons des divergences importantes parmi les 10 premières puissances économiques mondiales.

Alors que l'exposition aux risques climatiques et la gestion de l'énergie et des ressources naturelles sont des risques majeurs pour la prospérité du Japon, les sujets de gouvernance maintiennent durablement la Brésil dans l'instabilité.

L'Allemagne et la France qui représentent à elles seules plus de 60% de la richesse créée en zone Euro, affichent des profils macro-développement durables assez similaires, même si la première pâtit de l'intensité carbone de son modèle de croissance (Environnement) et la seconde d'une certaine faiblesse de ses institutions et de sa compétitivité économique (Gouvernance).

Analyse comparée des 10 premières puissances économiques mondiales (3 piliers, 10 thèmes)



Source : ODDO BHF AM SAS, Novembre 2019

Quel signal pour le marché du crédit ?

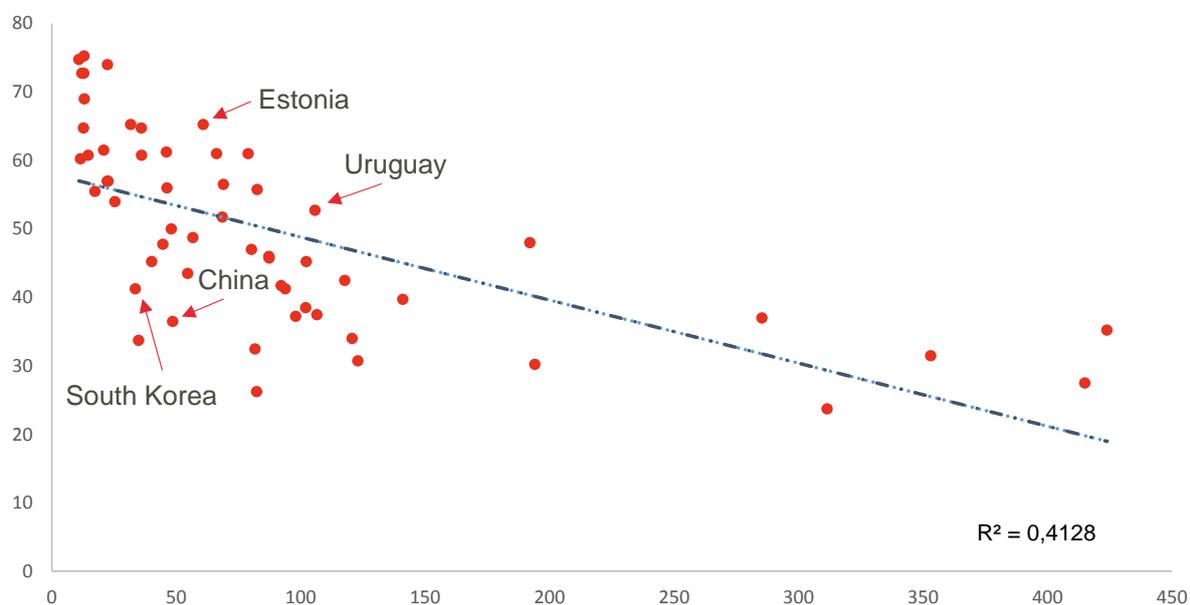
En rapprochant les notes ESG des 65 pays analysés aux spreads⁴ des CDS à 5 ans, il en ressort une corrélation significative de 65.4% (avec un coefficient de détermination de 0.41), à savoir plus la note ESG est élevée, plus le spread est faible.

Partant de ce constat et en faisant l'hypothèse que l'analyse ESG des émetteurs souverains pouvait avoir une dimension prédictive quant à la capacité d'un pays à honorer sa dette, ces résultats ESG ont également été rapproché des notations crédit des 3 principales agences (S&P, Moddy's et Fitch). S'il en ressort une grande cohérence dans la majorité des cas, il est intéressant de noter quand même quelques divergences pointant un potentiel de resserrement ou d'écartement des spreads.

⁴ Voir glossaire



Corrélation spreads CDS 5 ans et notation macro-ESG



Source : ODDO BHF AM SAS, Novembre 2019

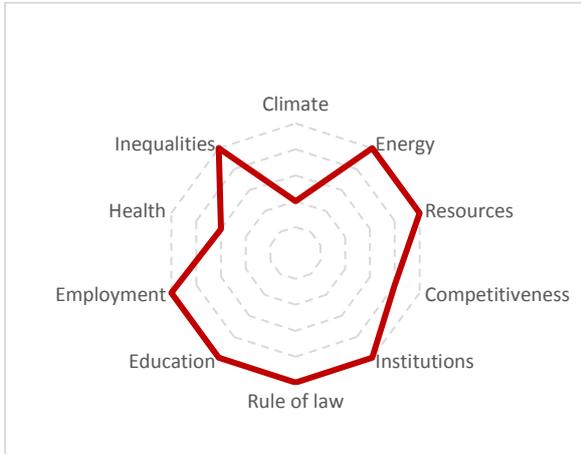
Ainsi, les analyses ESG de l'Estonie ou de l'Uruguay peuvent faire anticiper à terme une amélioration de leur notation crédit. A contrario, les résultats sur la Corée du Sud et la Chine pointent des faiblesses structurelles que leur notation crédit actuelle semble ignorer.

Exemples de divergences entre notation crédit et notation macro-ESG

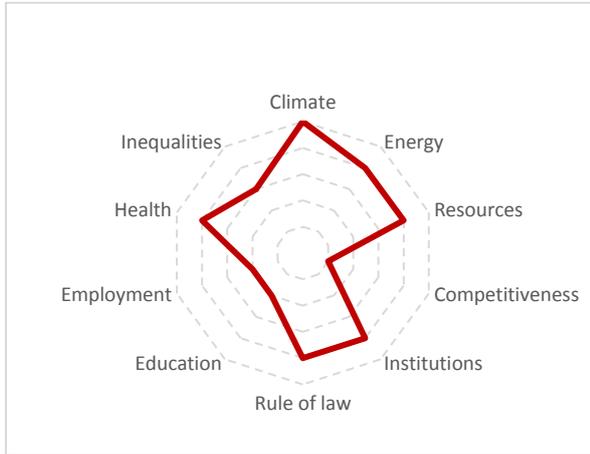
	Notation crédit	Notation ESG
Estonie	AA-	5
Uruguay	BBB	4
Corée du Sud	AA	2
Chine	A+	2

Source : ODDO BHF AM SAS, Novembre 2019

Estonie



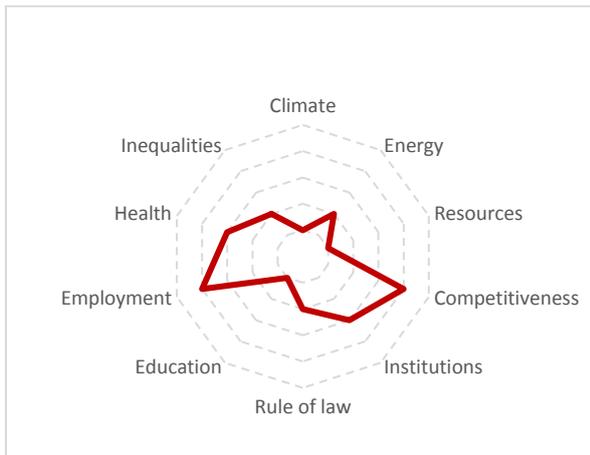
Uruguay



Corée du Sud



Chine



Source : ODDO BHF AM SAS, Novembre 2019



Conclusion

La solvabilité d'un pays dépend fondamentalement de sa compétitivité et de sa capacité à soutenir sa croissance économique à long terme. Comme rappelé en introduction, les investisseurs examinent traditionnellement des séries de variables macroéconomiques classiques du type évolution du PIB, de l'inflation ou du taux de chômage. Pour autant, la capacité de soutenir une croissance économique pérenne dépend aussi beaucoup de facteurs sociaux et environnementaux. La prise en compte des facteurs ESG doit donc aider les investisseurs à évaluer la solvabilité des pays de manière plus globale, d'autant plus dans l'environnement actuel de taux bas voir négatifs dans certaines zones poussant le stock de dettes mondiales à des niveaux records.

L'analyse ESG des émetteurs souverains réalisée par ODDO BHF Asset Management a vocation à être mise à jour annuellement afin de surveiller au mieux les signaux faibles d'amélioration ou de dégradation éventuelle du profil de crédit à long terme des pays.

Annexe 1 : notations macro-ESG des émetteurs souverains

Classement	Pays	Score ESG	Rang ESG
1	Suède	75.3	5
2	Suisse	74.8	5
3	Nouvelle-Zélande	74.0	5
4	Norvège	72.8	5
5	Danemark	72.8	5
6	Luxembourg	72.3	5
7	Finlande	69.0	5
8	Canada	65.3	5
9	Estonie	65.3	5
10	Autriche	64.8	5
11	Royaume-Uni	64.8	5
12	Australie	61.5	5
13	République Tchèque	61.3	5
14	Lituanie	61.0	4
15	Islande	61.0	4
16	Pays-Bas	60.8	4
17	Irlande	60.8	4
18	Allemagne	60.3	4
19	Belgique	57.0	4
20	France	57.0	4
21	Lettonie	56.5	4
22	Slovaquie	56.0	4
23	Slovénie	55.8	4
24	Etats-Unis	55.5	4
25	Japon	54.0	4
26	Uruguay	52.8	4
27	Pologne	51.8	3
28	Portugal	50.0	3
29	Israël	48.8	3
30	Italie	48.0	3
31	Espagne	47.8	3
32	Hongrie	47.0	3
33	Malte	46.3	3
34	Croatie	46.0	3
35	Bulgarie	45.8	3
36	Russie	45.3	3
37	Chili	45.3	3
38	Singapour	44.8	3
39	Malaisie	43.5	3



40	Vietnam	42.5	2
41	Roumanie	41.8	2
42	Corée du Sud	41.3	2
43	Indonésie	41.3	2
44	Argentine	41.0	2
45	Brésil	39.8	2
46	Colombie	38.5	2
47	Chypre	37.5	2
48	Serbie	37.3	2
49	Grèce	37.0	2
50	Monténégro	37.0	2
51	Chine	36.5	2
52	Turquie	35.3	2
53	Albanie	34.0	1
54	Mexique	34.0	1
55	Thaïlande	33.8	1
56	Inde	32.5	1
57	Macédoine	32.0	1
58	Nigeria	31.5	1
59	Maroc	30.8	1
60	Afrique du Sud	30.3	1
61	Venezuela	30.3	1
62	Tunisie	27.5	1
63	Iran	26.5	1
64	Algérie	26.3	1
65	Egypte	23.8	1

Source : ODDO BHF AM SAS, Novembre 2019

Glossaire

Rapport Brundtland :

Le rapport Brundtland est le nom communément donné à une publication, officiellement intitulée *Notre avenir à tous*, rédigée en 1987 par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'Organisation des Nations-Unies, présidée par la Norvégienne Gro Harlem Brundtland. Utilisé comme base au Sommet de la Terre de 1992, ce rapport utilise et définit le concept de « développement durable ».

Pacte Mondial des Nations-Unies :

Le Pacte mondial des Nations Unies est une initiative visant à encourager les entreprises du monde entier à adopter des politiques durables et socialement responsables. Le Pacte mondial des Nations Unies est un cadre destiné aux entreprises qui contient dix principes dans le domaine des droits de l'homme, de l'environnement et de la lutte contre la corruption. L'initiative rassemble 13 000 entreprises participantes et autres parties prenantes dans plus de 170 pays avec deux objectifs : « généraliser l'intégration des dix principes dans les activités des entreprises du monde entier » et « encourager les initiatives soutenant les objectifs plus larges des Nations Unies, tels que les objectifs de développement durable (ODD) ».

ODD :

Les Objectifs de Développement Durable sont un ensemble de 17 objectifs mondiaux étroitement liés et déterminés par les Nations Unies. Les ODD couvrent un large éventail de questions de développement dont la pauvreté, la faim, la santé, l'éducation, le changement climatique, l'égalité des sexes, l'eau, la santé publique, l'énergie ou la justice environnementale et sociale. Le 25 septembre 2015, les 193 pays de l'Assemblée générale des Nations Unies ont adopté le Programme de développement 2030 baptisé « Transformer notre monde : le Programme de développement durable à l'horizon 2030 ».

Spread de crédit :

Le spread de crédit désigne la prime de risque ou l'écart entre les rendements des obligations d'entreprises et les emprunts d'états de mêmes caractéristiques



Profil d'entreprise

ODDO BHF Asset Management fait partie du groupe financier indépendant franco-allemand ODDO BHF fondé en 1849. ODDO BHF AM est un leader de la gestion d'actifs en Europe. Il comprend les entités ODDO BHF AM GmbH en Allemagne, ODDO BHF AM SAS, ODDO BHF Private Equity SAS en France et ODDO BHF AM Lux en Luxembourg qui, ensemble, gèrent des actifs s'élevant à 58,1 milliards d'euros.

ODDO BHF AM propose à ses clients institutionnels et distributeurs une gamme unique de solutions d'investissement performantes couvrant les principales classes d'actifs, les actions européennes, les stratégies quantitatives, les obligations, les solutions d'allocation d'actifs et les actifs non-cotés et les dettes privées.

Signataire des Principes de l'Investissement Responsable des Nations Unies (UN-PRI) depuis 2010, ODDO BHF AM a intégré des critères d'investissement durable dans un large éventail de stratégies. Son approche durable est axée sur l'intégration des critères ESG, l'engagement auprès des entreprises et une politique climatique favorisant la transformation énergétique.

Sur une base agrégée, 60% des actifs sous gestion proviennent de clients institutionnels et 40% de partenaires de distribution. Les équipes opèrent à partir des centres d'investissement de Düsseldorf, Francfort, Paris et Luxembourg avec des implantations supplémentaires à Milan, Genève, Stockholm, Madrid, Hong Kong, Abu Dhabi et Zurich.

ODDO BHF AM met l'accompagnement de ses clients sur le long terme au cœur de ses priorités. Son indépendance permet aux équipes d'être réactives, flexibles et innovantes afin de trouver en permanence des solutions adaptées aux besoins des clients.

Disclaimer

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des quatre sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne) et ODDO BHF AM Lux (Luxembourg). Ce document, à caractère promotionnel, est établi par ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS. Son objectif est de présenter la marque ODDO BHF AM. Sa remise à tout investisseur relève de la responsabilité de chaque commercialisateur, distributeur ou conseil. L'investisseur potentiel est invité à consulter un conseiller en investissement avant d'investir dans une stratégie. L'attention de l'investisseur est attirée sur le fait que toutes les stratégies présentées ne sont pas autorisées à la commercialisation dans tous les pays. L'investisseur est informé que les stratégies présentent un risque de perte en capital, mais aussi un certain nombre de risques liés aux instruments/stratégies en portefeuille. En cas d'investissement, l'investisseur doit obligatoirement prendre connaissance de manière détaillée des risques encourus dans chaque stratégie. La valeur de l'investissement peut évoluer tant à la hausse qu'à la baisse et peut ne pas lui être intégralement restituée. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction. ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS ne saurait également être tenue pour responsable de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. Les informations sont données à titre indicatif et sont susceptibles de modifications à tout moment sans avis préalable.

Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Les opinions émises dans ce document correspondent à nos anticipations de marché au moment de la publication du document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle d'ODDO BHF ASSET MANAGEMENT SAS.

A compter du 03 janvier 2018, lorsque ODDO BHF ASSET MANAGEMENT fournit des services de conseil en investissement, veuillez noter que celui-ci est toujours fourni sur une base non indépendante conformément à la directive européenne 2014/65 / UE (dite «directive MIFID II»). Veuillez également noter que toutes les recommandations faites par ODDO BHF ASSET MANAGEMENT sont toujours fournies à des fins de diversification.



ODDO BHF Asset Management SAS

12 boulevard de la Madeleine

75440 Paris Cedex 09 France

am.oddo-bhf.com