

Série grise

Mars 2023

# Architecture financière internationale et ingénierie financière pour le climat et la nature

## **Auteurs :**

Djedjiga KACHENOURA

Emmanuelle MANSART MONAT

## **Avec la participation de :**

Laurene SECCA

Catherine SIMONET

**#MondeEnCommun**

# TABLE DES MATIERES

Définitions & acronymes .....	3
Introduction.....	4
<b>1. CADRES MONDIAUX ET ARCHITECTURE FINANCIERE INTERNATIONALE .....</b>	<b>4</b>
1.1. Dette et vulnérabilités climatiques, le cercle vicieux .....	4
1.2. Les réformes structurelles du cadre mondial .....	7
1.3. Le cadre mondial de restructuration de dette face aux enjeux climat .....	8
<b>2. LE FINANCEMENT DE QUATRE AGENDAS ARTICULÉS .....</b>	<b>9</b>
<b>2.1. Instruments de dette fléchés .....</b>	<b>13</b>
2.1.1. Instruments indexés sur les résultats .....	13
2.1.2. Les échanges (swap) dette-climat ou dette-nature (DCS ou DNS) .....	13
<b>2.2. Instruments de dette indexés sur le risque .....</b>	<b>15</b>
2.2.1. Dettes avec clauses de suspension .....	16
2.2.2. Cat bonds (Catastroph bonds) .....	16
2.2.3. Dettes et instruments de contingence .....	16
<b>2.3. La finance carbone .....</b>	<b>17</b>
<b>2.4. Les mécanismes assurantiels.....</b>	<b>17</b>
<b>2.5. Les fonds climats.....</b>	<b>18</b>
<b>CONCLUSION .....</b>	<b>19</b>
<b>ANNEXES.....</b>	<b>21</b>
<b>Annexe 1 : Les moyens financiers en faveur du climat dans le monde et dans les PED.....</b>	<b>21</b>
<b>Annexe 2 : Croissance des émissions d'obligations ESG.....</b>	<b>22</b>

# DEFINITIONS & ACRONYMES

**ACC** – Adaptation au changement climatique

**ADM** – Allègement de la dette multilatérale

**APD** - Aide publique au développement

**CAC** – Clause d'action collective

**CAD** - Comité d'aide au développement

**CBI** - Climate Bond Initiative

**CC** - Changement climatique

**CCNUCC** - Convention-cadre des Nations unies sur les changements climatiques

**CND** – Contributions déterminées au niveau national

**COP** - Conference of Parties

**CRD** - Climate Resilient Development : Définition du GIEG « *Striving for Climate Resilient Development means reducing exposure and vulnerability to climate hazards, cutting back greenhouse gas emissions and conserving biodiversity are given the highest priorities in everyday decision-making and policies on all aspects of society including energy, industry, health, water, food, urban development, housing and transport. It is about successfully navigating the complex interactions between these different systems so that action in one area does not have adverse effects elsewhere and opportunities are harnessed to accelerate progress towards a safer, fairer world* »

**DCS** - Debt for Climate Swap

**DNS** – Debt for Nature Swap

**DTS** - Droits de tirage spéciaux

**ESG** - Investissement selon des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance

**FMI** – Fond monétaire international

**GES** – Gaz à effet de serre

**GIEC** – Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat

**AIDM** – Initiative d'allègement de la dette multilatérale

**ICMA** - International Capital Market Association

**IDA** - Association internationale de développement, du groupe Banque mondiale

**IFC** – International Finance Corporation

**ISSD** - Initiative de suspension du service de la dette

**KPI** - Key Performance Indicators

**ODD** - Objectifs de développement durable

**ONU** – Organisation des Nations unies

**PED** – Pays en développement

**PNA** – Plan national d'adaptation

**PPTE** - Pays pauvres très endettés

**PRFI** - Pays à revenu faible ou intermédiaire

**RCC** - Réduction des risques de catastrophe

**Réduction/Transfert/Rétention** – Cadre d'analyse d'une approche globale de la gestion des risques permettant de caractériser les processus, instruments et politiques de **gestion des risques**. **Réduction** des risques : actions qui permettent de réduire la probabilité d'occurrence d'un risque ou l'ampleur de son impact (exemple, le changement des normes de construction). **Transfert** des risques : transfert de risque vers une autre entité (exemple, les assureurs). **Rétention** des risques : acceptation de supporter les risques avec un plan de gestion ex-post (exemple, fond de gestion de catastrophe)

**SIDS** - Small Island Developing States

**SLT** – Stratégie de long terme

# INTRODUCTION

Les négociations des COP climat ou biodiversité se cristallisent souvent sur le sujet des moyens financiers mobilisés ou à mobiliser en faveur des actions et investissements liés aux climat ou la biodiversité. La succession des récentes crises et événements mondiaux (Covid-19, guerre en Ukraine, inflation et hausse de taux) a diminué les marges budgétaires et compromis la soutenabilité de la dette d'un certain nombre de pays, alors même que les besoins de financement en faveur de trajectoires de développement résilientes au climat sont toujours prégnants. Cette note analysera l'hétérogénéité des situations de ces pays au-delà du simple sujet de la mobilisation financière : en effet, certains pays sont plus ou moins concernés par les sujets d'adaptation, là où d'autres sont confrontés à l'atténuation et la transition ou la sauvegarde de la biodiversité, ou les trois à la fois. Le tout avec une composante commune d'un agenda ODD 2030.

Nombreux pays en développement (PED) doivent faire face à une augmentation des risques environnementaux et naturels, que ce soit en raison des vulnérabilités existantes et croissantes<sup>1</sup> ou de l'augmentation de la fréquence ou de la sévérité des risques naturels tels que les risques climatiques chroniques ou aigus, et la dégradation des services écosystémiques et les pertes de biodiversité. En parallèle, les situations financières des PED sont hétérogènes dès lors que certains pays sont d'ores et déjà dans des situations de non-soutenabilité de leur dette qui nécessitent une restructuration, là où d'autres souhaitent accéder à des ressources de financement non-domestiques sans détériorer significativement ou sans compromettre la soutenabilité de leur dette.

La première partie de cette note dresse les défis et les éventuelles réformes du cadre mondial de restructuration de la dette et présente les multiples propositions en faveur de réformes structurelles du cadre mondial incarné par les institutions historiques issues des accords de *Bretton Woods* ou du CAD de l'OCDE.

La seconde partie explore un panorama de solutions de financement (financés ou non-financés) qui peuvent servir au cas par cas pour la réduction, la rétention ou le transfert des risques environnementaux et naturels. Il s'agit bien souvent d'instruments et de mécanismes financiers qui sont plus ou moins appropriés selon l'objectif ciblé et la spécificité de chaque pays (degré d'exposition aux risques naturels, capacités budgétaires et d'endettement, taille du pays...) et interviennent avant (*ex ante*) ou après (*ex post*) la matérialisation du risque. Ils sont traités sous quatre grandes familles : i. les instruments de dette indexés sur les résultats ou sur le risque, ii. les systèmes internationaux de crédit/finance carbone climat, iii. les mécanismes assurantiels et iv. les fonds climat. Enfin, ces mécanismes et instruments financiers peuvent être mixés pour viser un effet multiplicateur sans perdre de vue la nécessité de les inscrire dans une trajectoire de développement résiliente au changement climatique<sup>2</sup>.

## 1. CADRES MONDIAUX ET ARCHITECTURE FINANCIERE INTERNATIONALE

### 1.1. DETTE ET VULNERABILITES CLIMATIQUES, LE CERCLE VICIEUX

Selon une étude menée par le FMI en 2022<sup>3</sup>, il a été établi que dans l'univers des 128 pays à faibles ou moyens revenus (classification FMI) une forte concordance est observée entre les pays exposés aux risques climatiques<sup>4</sup> et les limites des capacités budgétaires, qui serviraient à financer leurs résiliences face à ces risques. La figure 1 montre que, parmi les 59 pays de la médiane supérieure en terme d'exposition aux risques climatiques, 34 sont en risque budgétaire élevé, 20 en risque moyen, et seulement 5 en risque faible de crise budgétaire.

---

<sup>1</sup> Les vulnérabilités peuvent par exemple augmenter en raison de l'augmentation des inégalités ou de la détérioration de normes réglementaires

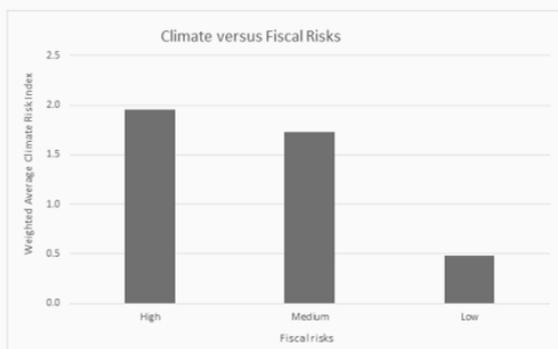
<sup>2</sup> Au sens du CRD du GIEC

<sup>3</sup> IMF WP 2022 "Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation"

<sup>4</sup> Il est important de noter que les indicateurs de vulnérabilité climatique tels qu'INFORM ou ND-GAIN intègrent une composante de fragilité et/ou de gouvernance et comportent ainsi une corrélation avec les indicateurs de revenu

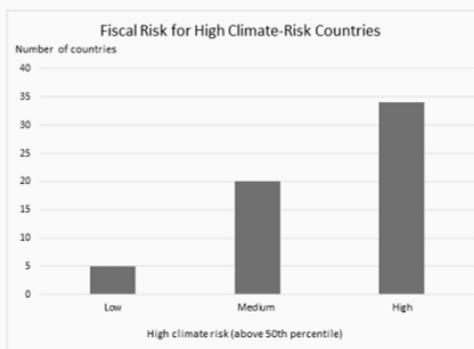
Figure 1 : Vulnérabilité climatique et capacités budgétaires

Figure 1. Countries' Fiscal Risk Categorization and Climate Vulnerability



Source: Authors.

Figure 2. Number of Countries with Above-Median Climate Risk, by Probability of Fiscal Crisis Risk



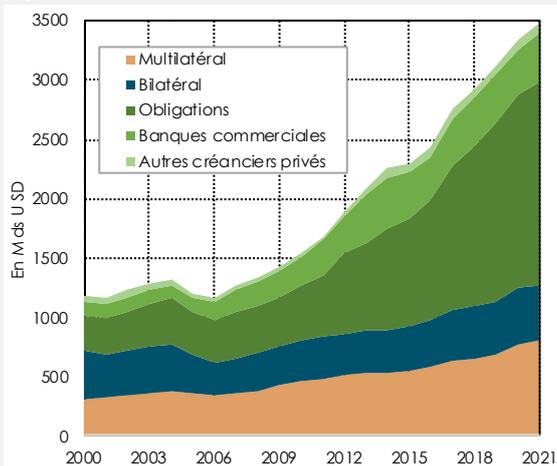
Source: Authors.

Note: Based on an overall sample of 128 low-and middle-income countries. Climate risk is measured using the IMF Climate-driven INFORM Risk Composite Index (IMF, 2021a). Fiscal risk is assessed using a machine learning model (see Hellwig 2021) supplemented by IMF desk economist judgment. Figure 2 focuses on 59 low- and middle-income countries that have climate threats at or above the median and divides those countries into three groups based on their risk of fiscal crisis in the next two years.

Source: IMF WP 2022 "Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation"

En dehors des capacités budgétaires, c'est aussi la structure de l'endettement public de l'ensemble des PED qui a progressivement évolué (figure 2). La dette publique externe des PED a plus que doublé sur la dernière décennie (de 1679 à 3482 Mds USD de 2011 à 2021). L'origine de cette hausse de l'endettement a plusieurs causes : i) une décennie de politiques monétaires ultra-accommodantes dans les pays développés, qui a poussé les investisseurs internationaux à chercher d'autres sources de rendements, et ces derniers se sont tournés vers les PED, attirés par des taux d'intérêts plus élevés et des perspectives économiques plus favorables ; ii) plus récemment, la crise Covid-19, qui a constitué un choc économique de grande ampleur, impliquant des mesures budgétaires, financières et économiques exceptionnelles et menant à une hausse historique de l'endettement mondial. La pandémie a remis la question de la soutenabilité des dettes publiques au premier plan, et iii) l'augmentation significative des financements des bailleurs bilatéraux émergents, ie Chine, Inde, Russie, Turquie, Etats du Moyen-Orient, en dehors des cadres de soutenabilité de la dette.

Figure 2 : Évolution de la structure d'endettement public externe des PED



Source : Banque mondiale (IDS), calculs des auteurs

L'appétence des créanciers privés a été l'un des principaux moteurs de cette hausse. En effet, la part de la dette détenue par ces derniers (obligations, banques commerciales, autres) est passée de 40% de l'endettement total en 2000 à 63% en 2021. La hausse de l'endettement public externe vis-à-vis des créanciers privés ne s'est, pour autant, pas faite en substitution des sources de financement officielles : entre 2000 et 2021, les financements bilatéraux et multilatéraux ont également progressé, de respectivement 0,75% et 4,62 % en moyenne annualisée (p.a.)<sup>5</sup>.

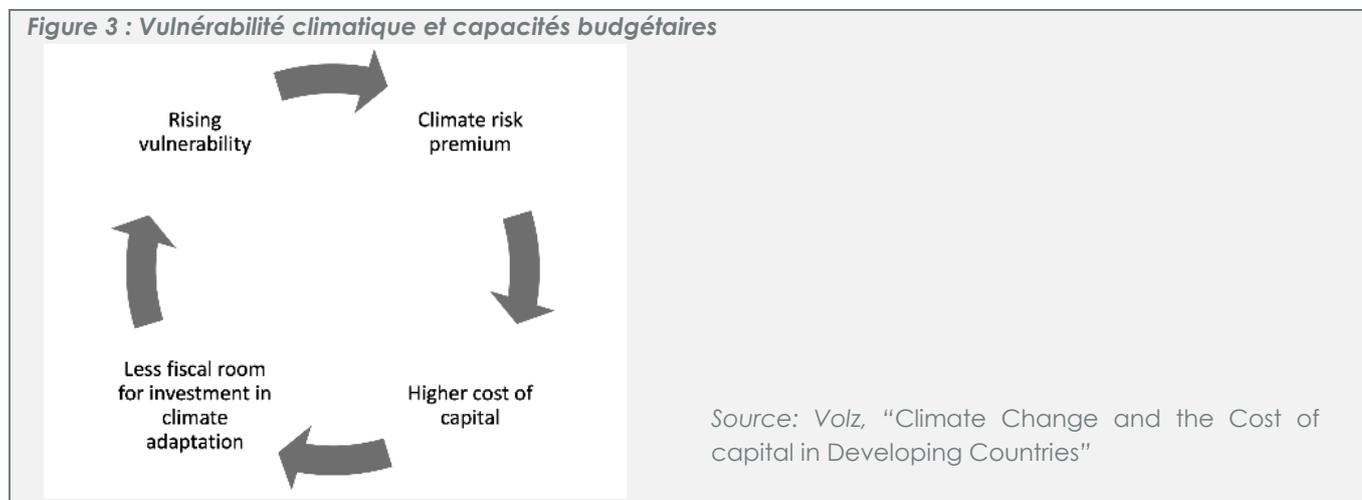
Si les tensions sur les capacités budgétaires et l'endettement dans les PED et la crise climatique n'apparaissent pas nécessairement connectées, elles ont pourtant des conséquences néfastes l'une sur l'autre et sont, sous certains aspects, interdépendantes.

Avec l'augmentation de leur endettement, les PED ont moins de budget pour investir dans des politiques d'atténuation et d'adaptation aux changements climatiques. Cela s'est renforcé avec la crise Covid-19, qui a réduit

5 MacroDev Panorama Semestriel 2023 #1 'Pays émergents et en développement : l'état se resserre'

les marges budgétaires des PED, déjà plus étroites. Ces derniers ont, à la fois, moins de ressources pour les politiques liées au climat, mais également moins de marges budgétaires pour faire face à d'éventuelles catastrophes naturelles.

Dans le même temps, les événements climatiques extrêmes creusent les dettes des pays affectés et augmentent leurs coûts d'emprunt. Ce cercle vicieux entre la vulnérabilité aux risques climatiques et l'affaiblissement des marges budgétaires d'augmentation de l'endettement est bien connu. L'effet boule de neige de l'accumulation du coût du risque associé à la dette peut être représenté ainsi (figure 3) :



En plus du renchérissement du coût de la dette, les marges budgétaires peuvent s'affaiblir en raison de la baisse de l'assiette fiscale ou l'augmentation des dépenses publiques suite à la matérialisation de risques climatiques. A ce titre et afin de faire face à ces difficultés anticipées ou matérialisées, le regroupement des pays du V20 (<https://www.v-20.org/members>), composé de 68 états représentant 5% des émissions GES globales avec des profils de fortes vulnérabilités au changement climatique (CC), porte des revendications auprès des instances internationales en faveur d'un plan de restructuration massif combiné à des engagements climatiques : en marge de la COP26 de Glasgow, le V20 a appelé pour un Debt for Climate Swap (DCS) générique de grande ampleur, "a major debt restructuring initiative for countries overburdened by debt -a sort of grand-scale climate-debt swap where the debts and debt servicing of developing countries are reduced on the basis of their own plans to achieve climate resilience and prosperity". Les mécanismes de financement des pays vulnérables au CC seront au cœur du sommet sur le climat prévu en juin 2023 à Paris pour un nouveau pacte financier mondial, annoncé pour faire un point d'étape « sur toutes les voies et moyens d'accroître la solidarité financière avec le Sud ». Quatre grands objectifs pour ce Sommet dont le suivi sera assuré par quatre groupes de travail :

- Redonner un espace budgétaire aux pays qui font face à des situations difficiles à court terme, notamment les pays les plus endettés ;
- Favoriser le développement du secteur privé dans les pays à faible revenu ;
- Encourager l'investissement dans les infrastructures « vertes » pour la transition énergétique dans les pays émergents et en développement ;
- Mobiliser des financements innovants pour les pays vulnérables au changement climatique.

En parallèle et à l'issue de la 76<sup>ème</sup> édition des assemblées annuelles des institutions de Bretton Woods des 10-16 octobre 2022 et à l'initiative des Etats-Unis, le G76, a précisé ses attentes de propositions de réformes du Groupe de la Banque mondiale (GBM). La focale porte sur les ressorts d'une montée en puissance du GBM en faveur des biens publics mondiaux. Quatre axes principaux ont été précisés :

- Une vision stratégique qui rééquilibrerait les priorités nationales avec celles des banques de développement en ciblant leurs synergies notamment dans les pays à faible revenu ;
- L'accroissement de la demande d'investissement national dans les banque de développement nécessiterait des incitations plus fortes (ressources concessionnelles et ordinaires) ;
- Une évolution du mode opératoire articulerait systématiquement les priorités nationales avec les ODD, renforcerait la mobilisation du secteur privé, optimiserait l'utilisation de l'IDA et soutiendrait davantage les acteurs sous-souverains;

6 Rejoint par trois autres pays (G7+3 : Australie, Pays-Bas et Suisse)

- Le GBM aura besoin d'une capacité financière accrue pour atteindre ces nouveaux objectifs. Le G7+3 rappelle les principales recommandations de la revue indépendante du cadre de solvabilité des banques multilatérales de développement.

La partie qui suit décrypte l'ensemble des propositions et voix portées par différentes parties prenantes, principalement des pays du Sud, en faveur de réformes structurelles ou systémiques.

## 1.2. LES RÉFORMES STRUCTURELLES DU CADRE MONDIAL

La crise Covid-19 cumulée à la guerre en Ukraine a mené à un certain consensus sur le fait que l'architecture financière internationale n'est peut-être plus adaptée aux enjeux mondiaux actuels. Plusieurs pays ont appelé à réformer cette architecture financière lors de l'assemblée générale de l'ONU en 2021, en demandant notamment à lier la restructuration de la dette aux objectifs climatiques. Cet appel a été renforcé à la COP26, avec notamment l'intervention de la Première ministre de la Barbade, qui a présenté le programme de Bridgetown pour la réforme de l'architecture financière mondiale<sup>7</sup>. L'objectif serait d'orienter les ressources financières mondiales vers un développement bas-carbone, résilient au changement climatique, et qui contribuerait à résoudre les crises de dettes souveraines des PED. Si les institutions internationales ont commencé à mettre en place plusieurs mécanismes pour lutter contre le changement climatique tout en apportant du financement<sup>8</sup>, ces efforts sont encore considérés comme insuffisants aux yeux de bon nombre d'acteurs.

L'année 2023 se veut donc une année de réformes pour le financement du développement, avec de nombreux événements organisés cette année pour réfléchir à ces questions. Plusieurs propositions<sup>9</sup> sont déjà sur la table, dont un grand nombre a été exprimé par les pays du Sud lors de l'Assemblée générale des Nations Unies de 2021<sup>10</sup> et de la commission africaine des ministères des finances tenue en mars 2023<sup>11</sup>, avec notamment :

- L'instauration d'un cadre juridique multilatéral pour la **restructuration et l'allègement de la dette** publique souveraine. Celui-ci serait plus inclusif que le seul Cadre commun mis en place en 2020, réservé à certains pays et incluant uniquement les créanciers bilatéraux ;
- L'établissement d'un **registre public des données** sur la dette des PED ;
- L'adoption **d'instruments de dette et climat** ;
- L'utilisation de droits de tirage spéciaux (**DTS**)<sup>12</sup> pour des fins spécifiques telles que la réalisation de l'agenda ODD et l'adaptation au CC ;
- La révision du **cadre d'appétence aux risques et augmentation des capacités de financement de des institutions internationales de développement**, afin de répondre au faible volume engagé des financements climat (**cf. annexe1**). A ce titre, le groupe d'experts mandaté par le G20 en 2021 a publié un rapport intitulé "An Independent Review of Multilateral Development Banks' Capital Adequacy Frameworks") donnant des recommandations sur un traitement plus avantageux du « *callable capital* » et des propositions en faveur d'opérations de titrisation de bilan et plus généralement l'augmentation de l'effet de levier. Suite à ce rapport, la Banque mondiale a publié une feuille de route d'évolution<sup>13</sup> qui pourrait, par la suite, alimenter des discussions plus larges sur les réformes de l'architecture financière internationale dans son ensemble ;
- L'établissement d'un nouvel indice de vulnérabilité climatique (au-delà du niveau de revenu) pour conditionner les financements APD ;
- L'exclusion des investissements climat des règles de rigueur budgétaire ;
- La poursuite des négociations autour de la **justice climatique** et des pertes et préjudices ;
- La **réforme des agences de notation** pour ne pas pénaliser les pays faisant face au CC, à travers plusieurs propositions comme : i. la transparence, notamment sur les jugements discrétionnaires et à dire d'expert et l'intégration d'analyses par scénarios des trajectoires de dette, ii. la révision de l'horizon de notation vers plus de long terme<sup>14</sup>.

7 <https://www.foreign.gov.bb/the-2022-barbados-agenda/>

8 Fonds fiduciaire d'assistance et de riposte aux catastrophes (CCRT) du FMI par exemple, pour fournir un allègement de dette en cas de catastrophe

9 <https://drrg.org/news/un-general-assembly-2021-debt-highlights/>

10 [https://www.eurodad.org/un\\_general\\_assembly\\_2021\\_debt\\_highlights](https://www.eurodad.org/un_general_assembly_2021_debt_highlights)

11 54th session of the Economic Commission for Africa | United Nations Economic Commission for Africa (unecfa.org)

12 Les DTS sont un instrument monétaire international créé par le FMI en 1969 pour compléter les réserves officielles existantes des pays membres

13 <https://www.worldbank.org/en/news/statement/2023/01/13/world-bank-group-statement-on-evolution-roadmap>

14 UN Department of Economic and Social Affairs -2022 - Credit Rating Agencies and Sovereign Debt: Four proposals to support achievement of the SDGs

Pour autant, les appels à réformer le cadre mondial ne sont pas nouveaux et existent depuis la mondialisation des marchés financiers. Aucune institution n'a la responsabilité des mouvements financiers au niveau mondial. Il existe une multitude d'institutions, aussi bien internationales (FMI, Banque mondiale, OMC, BIS), que régionales (OCDE, Commission européenne, BRI, etc.). Au-delà des divergences d'opinion sur le rôle que ces institutions devraient jouer et sur l'utilité ou non de mettre en place des normes et des contrôles au niveau international, la multiplication des innovations dans les instruments de financement du développement pourrait faire en sorte que toute transformation de l'architecture financière internationale, puisqu'elle doit être négociée et régulée, devienne rapidement à nouveau obsolète.

### 1.3. LE CADRE MONDIAL DE RESTRUCTURATION DE DETTE FACE AUX ENJEUX CLIMAT

Tandis que les montants de la dette publique ont augmenté, la typologie des créanciers s'est étendue, créant de nouveaux défis dans les cadres de restructuration de dette, ainsi qu'un croisement entre détenteur résident/non-résident sur dette labellisée en monnaie locale ou en devise (exemple du Ghana). Les renégociations de dette ne se déroulent effectivement pas de la même façon si elles impliquent des créanciers bilatéraux, multilatéraux ou privés.

Plusieurs initiatives de restructuration ou de suspension de la dette ont vu le jour au fil des années, en fonction des besoins et des crises de dette. En dehors des restructurations dites « ad-hoc » propres à des pays faisant face à des contraintes particulières et liées à leur situation économique, plusieurs programmes initiés par les institutions internationales ont vu le jour à partir des années 2000, pour répondre à des situations d'endettement plus généralisées. L'initiative pays pauvres très endettés (PPTTE) et l'initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) en sont des exemples notables. Plus récemment, en mai 2020 dans le contexte de la crise Covid-19, les pays du G20 ont adopté l'initiative de suspension de la dette (ISSD), visant à permettre les suspensions temporaires des remboursements de dette pour 73 pays parmi les plus pauvres du monde. En août 2021, le FMI a augmenté ses réserves par le biais de l'émission de DTS pour permettre aux pays le souhaitant, d'utiliser ces DTS afin de faire face à leurs besoins de financement externes.

L'initiative PPTTE et l'ISSD ont notamment été mise en place par l'un des forums de restructuration les plus reconnus : le Club de Paris. Créé en 1956 et composé de 22 créanciers bilatéraux, principalement des pays développés, il a élaboré, en collaboration avec le FMI et la Banque mondiale, un ensemble de règles visant à apporter des solutions coordonnées et adaptées aux besoins des pays en surendettement ayant besoin de renégocier leur dette publique externe.

À l'heure actuelle cependant, les créanciers du Club de Paris ne sont plus les plus gros créanciers bilatéraux. Les 'nouveaux' créanciers bilatéraux tel que la Chine et l'Inde, ne sont effectivement pas membres. Pour répondre à ce nouveau contexte international, les pays du G20 ont mis en place un « Cadre commun pour le traitement de la dette », permettant aux pays éligibles à l'ISSD de demander une restructuration de leur dette en cas d'endettement insoutenable et de déficits de financement persistants. Cette nouvelle instance ouvre la voie à une meilleure coordination entre les créanciers bilatéraux membres et non membres du Club de Paris. Néanmoins, ce processus présente plusieurs lacunes et exclut notamment :

- Les créanciers multilatéraux, qui ne proposent habituellement pas de traitement de dette mais offrent alternativement des financements additionnels ;
- Les créanciers privés, qui ont pris une importance significative (**cf. figure 2**) et qui ne se plient pas nécessairement aux processus de restructuration de dette proposés par les créanciers bilatéraux, limitant de fait l'impact de l'initiative ;

Les traitements de dette via le Cadre commun ne sont néanmoins ouverts qu'aux 73 pays les plus pauvres de la planète. Tout autant fragilisés par l'actuelle vague de resserrement monétaire, les pays à revenu intermédiaire en sont ainsi de facto exclus. Par ailleurs, les négociations restent ardues et les avancées lentes pour les quatre pays ayant, pour l'heure, fait appel à ce mécanisme, à savoir l'Éthiopie, le Ghana, le Tchad et la Zambie.

En dehors des lenteurs du processus et des divergences d'intérêts de la part des différents types de créanciers, le cadre mondial de restructuration de la dette ne répond, pour l'instant, que peu aux enjeux climatiques. Si l'investissement climatique prend de plus en plus d'ampleur, il n'a joué, jusqu'à présent, qu'un rôle limité dans les restructurations de dette. Dans le même temps, les questions climatiques prennent de plus en plus d'ampleur, et les

instruments financiers proposant des solutions innovantes pour conjuguer finance et climat se multiplient<sup>15</sup>. Certains instruments, comme par exemple les conversions de dette en faveur du climat (**cf. partie II.1.1**), reviennent sur le devant de la scène depuis quelques années et se concentrent non seulement sur la lutte contre le réchauffement climatique, mais également sur la protection de la nature.

La question d'atténuer et compenser la perte issue d'une restructuration de dette en conditionnant les efforts des créanciers à la poursuite, par un pays (un gouvernement) d'objectifs climatiques quantifiables et vérifiables devient de plus en plus centrale dans les débats actuels. Un tel cadre existe déjà plus ou moins pour les obligations vertes et plusieurs initiatives et plateformes internationales ont émergé sur les questions de conversions de dettes, ou même plus généralement sur le financement des ODD.

De plus en plus de groupes de recherche, de groupes de la société civile et, dans une moindre mesure, d'institutions internationales, préconisent des solutions pour lutter à la fois contre le changement climatique et l'augmentation de l'endettement public. La combinaison de l'augmentation des cas de surendettement, combinée à une intensification des risques climatiques pousse à plus de discussions dans ce sens et à imaginer de nouveaux outils pour permettre aux PED de retrouver une trajectoire d'endettement soutenable, au-delà du Cadre commun pour le traitement de la dette.

Il faut néanmoins noter que la restructuration de dette souveraine reste spécifique à chaque pays et que des solutions variées peuvent être adoptées selon les différents contextes économiques de chaque pays.

#### **Encadré 1 - Clauses CAC entre créanciers du marché obligataire, prêteurs multi ou bilatéraux**

Les cadres de restructuration des dettes souveraines méritent un chapitre à part entière et cet encadré traite des « créanciers récalcitrants » ou « *holdout creditors* », en référence à ceux qui font de la rétention lors des processus de négociation de restructuration de dettes obligataires. Le cas de l'Argentine de 2005 est emblématique. Les clauses d'actions collectives (CAC) impliquant l'atteinte d'un quorum minimum et non un vote obligation par obligation comme les clauses classiques se sont démocratisées depuis 2014 sous l'impulsion du FMI, même auprès des PED, et ont apporté une amélioration significative aux restructurations existantes<sup>16</sup>. Des primes d'émission dans les PED ont été observées pour les CAC et ont permis de réduire la durée des négociations comme l'illustrent le cas de l'Argentine et de l'Equateur en 2020. L'amélioration du cadre de restructuration du marché obligataire est donc une avancée significative et positive, et il serait opportun d'envisager un système de CAC générique qui capterait l'ensemble, où à défaut une part significative, des autres prêteurs : bilatéraux, multilatéraux, prêteurs commerciaux (bancaires syndiqués domestiques ou internationaux).

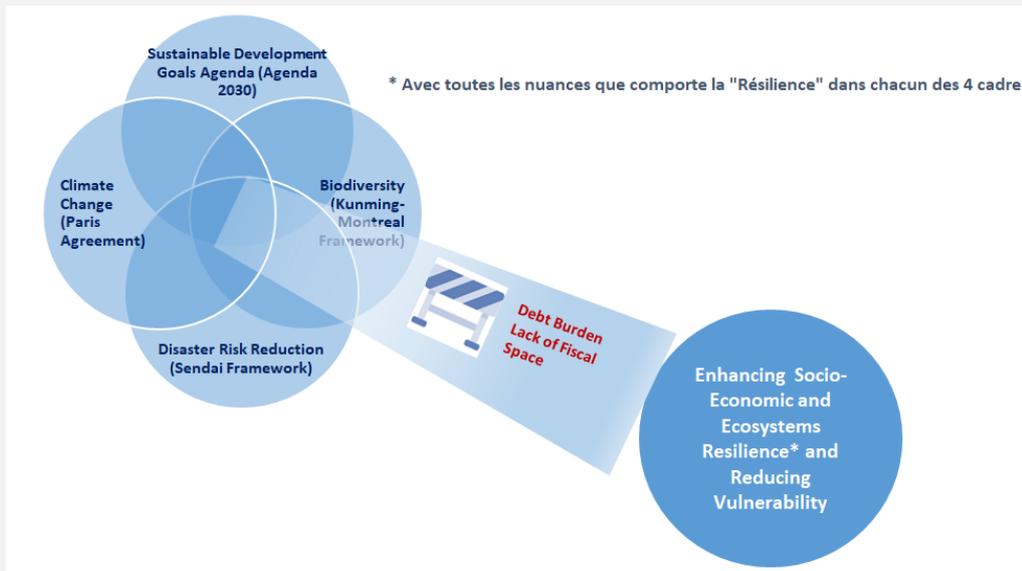
## **2. LE FINANCEMENT DE QUATRE AGENDAS ARTICULÉS**

Après avoir dressé l'ensemble des réformes et propositions en faveur d'un nouveau pacte de financement et de restructuration des dettes, cette deuxième partie se consacre aux solutions de financement qui peuvent être déployées en faveur de plusieurs agendas et leur impact potentiel sur l'endettement des pays récipiendaires. Les solutions de financements sont comprises au sens de ressources financières supplémentaires qui sont **libérées (ex. décaissées à travers un prêt ou un don) ou réallouées (réorientation du service de la dette suspendue vers des dépenses budgétaires)** de manière conditionnelle ou non, selon des modalités et des coûts spécifiques à chacune. Ces instruments ou mécanismes de financement sont complémentaires et additionnels aux financements budgétaires. Ils ne sont pertinents et efficaces que si un certain nombre de conditions préalables est réuni, et elles ne feront pas l'objet d'un développement spécifique dans cette note : coordination institutionnelle, avancée des politiques existantes, gouvernance, capacités techniques et institutionnelles, etc. Les quatre familles qui seront abordées sont les suivantes: **les instruments de dette, les mécanismes assurantiels, la finance carbone/nature, et les fonds climat.**

<sup>15</sup> Cf. Note d'éclairage #19 : La durabilité à travers la finance.

<sup>16</sup> Collective Action Clauses in a rising debt world Florian Späte, Guillaume Tresca 25 October 2021

Figure 4 : Articulation de quatre agendas



Source : Auteurs, inspiré par techpaper\_adaptation.pdf (unfccc.int)

Le cas des récentes inondations au Pakistan se situe au croisement des trois agendas que sont les risques climatiques, les risques de catastrophe et le développement durable, le tout dans un contexte de difficultés budgétaires pour l'Etat pakistanais. Malgré les avancées considérables des « sciences de l'attribution », il demeure délicat de séparer les agendas climatiques des agendas de risques de catastrophe et ils se confondent de fait : Les risques physiques climatiques dits aigus « *acute* » se confondent avec les risques de catastrophe, et le cadre de Sendai<sup>17</sup> lié aux risques de catastrophe. Les risques physiques dits chroniques « *chronic* » se rapprochent, eux, davantage des composantes d'adaptation et de développement durable. Le quatrième agenda, qui sera moins traité dans cette note, est l'agenda biodiversité. Symétriquement, les solutions d'atténuation de risque sont à analyser à travers les différents agendas. Les actions en faveur de ces agendas doivent être cohérentes et coordonnées et permettre d'économiser du temps et de l'argent<sup>18</sup>.

## Encadré 2 - Convergence des agendas RCC et ACC - réduction des risques de catastrophe et adaptation au CC<sup>19</sup>

Les cadres successifs de la gestion des risques de catastrophe traitent les risques de catastrophe comme une partie intégrante du développement : une gestion moins axée sur les événements mais davantage sur les processus. L'évolution des connaissances sur le changement climatique au cours des années 2010 a permis un rapprochement des agendas scientifiques et les deux domaines (RCC et ACC) : ces deux domaines se recoupent en grande partie grâce au facteur commun que sont la météo et le climat et aux outils similaires utilisés pour surveiller, analyser et traiter les impacts, notamment un cadre commun de gestion des risques. Cette évolution se manifeste notamment par l'introduction du concept de risque dans le domaine de l'adaptation, à partir du rapport SREX du GIEC (2012) et 5ème rapport du GIEC (2014) qui visent à identifier et évaluer le risque d'impacts du changement climatique. Le cadre de Sendai (2015-2030) a poursuivi les efforts antérieurs en indiquant que les mesures de réduction des risques de catastrophe doivent être intégrées dans tous les programmes d'aide au développement relatifs à tout secteur, y compris « la réduction de la pauvreté, le développement durable, la gestion des ressources naturelles, l'environnement, le développement urbain et l'adaptation au changement climatique » : une approche globale (*comprehensive approach*) et intégrée est en cours de proposition et dans cette lignée, l'UNDRR a produit avec la GIZ en 2022 un guide intitulé « Technical Guidance on Comprehensive Risk Assessment and Planning in the Context of Climate Change » qui vise à fournir des orientations sur la manière dont les risques dans le contexte du changement climatique peuvent être traités de manière globale et systémique par l'évaluation des risques. Cette approche de

<sup>17</sup> Disaster Risk Reduction: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/3edc8d09-en/1/3/1/3/index.html?itemId=/content/publication/3edc8d09-en&csp=8d7fe96fcbcc0ad554dc42a70774e2b7e&itemIGO=oeecd&itemContentIType=book>

<sup>18</sup> Chaque agenda est formulé à travers un processus distinct avec différents acteurs et différents cadres, et le concept de base de la résilience est traité quelque peu différemment dans chaque agenda. Source : [https://unece.org/fileadmin/DAM/stats/documents/ece/ces/ge.33/2018/mtg4/S3\\_2\\_unfccc.pdf](https://unece.org/fileadmin/DAM/stats/documents/ece/ces/ge.33/2018/mtg4/S3_2_unfccc.pdf)

<sup>19</sup> Source : Territorialisation des politiques d'adaptation au changement climatique (ACC) et de la gestion des risques de catastrophe (GRC) : Quels messages pour les collectivités locales

gestion globale et intégrée des risques occupe également une fonction centrale dans le mandat du Mécanisme International de Varsovie (MIV), le dispositif institutionnel dédié à la question des pertes et préjudices.

A l'image de l'insuffisance des flux de la finance climat en faveur de l'adaptation, au bénéfice de l'atténuation, il est observé un déséquilibre dans la gestion des risques de catastrophe en faveur du financement du post-événement au détriment du financement de la prévention ; cette dernière se confondant partiellement avec l'adaptation qui se retrouve encore une fois sous-financée: Ainsi, un total de 5,2 Mds USD a été consacré à la réduction des risques de catastrophe entre 2005 et 2017, représentant seulement 3,8% du montant total de l'aide à la gestion des catastrophes (UNDRR, 2019). En général, l'aide post-catastrophe (dédiée à la reconstruction, la réhabilitation et le rétablissement) domine au détriment du financement consacré à la compréhension des vulnérabilités sous-jacentes contribuant au risque et à leur réduction. Cependant, la création du partenariat mondial *Insuresilience* en 2015 dans le cadre de la présidence allemande du G7 marque un tournant concernant le soutien à la gestion financière des risques climatiques dans les pays en développement. Les institutions financières internationales amorcent le passage d'une stratégie de « *collective loss sharing* » à travers l'aide post-catastrophe à l'appui à la conception de stratégies de financement *ex ante* comprenant des mécanismes de transfert des risques opérés par une industrie financière spécialisée ou des mutuelles de risque. L'articulation de l'agenda des Pertes et Préjudices avec le concept de gestion globale des risques est expliquée ci-dessous (cf. encadré 3)

### Encadré 3 - Les pertes et préjudices

Les pertes et préjudices désignent les risques et les impacts néfastes du changement climatique. Ils peuvent survenir à la suite d'événements extrêmes ou d'événements à évolution lente et être de nature économique ou non économique. En majuscules, le terme désigne le débat politique autour de cette notion au sein de la CCNUCC. Etant donné la nature controversée de certaines questions associées et l'absence d'une définition agréée par la CCNUCC, une série de cadrages sur ce qu'elles désignent ont émergé au fil des négociations (de l'équivalence des P&P à l'adaptation à leur association à une menace existentielle et irréversible).

Néanmoins, au cours de trente années de négociation, des éléments de consensus ont pu se dégager. Le document final de la COP 25 reconnaît que les pertes et préjudices « incluent, et dans certains cas, impliquent plus que ce qui peut être réduit par l'adaptation » (UNFCCC 2019). Au sein du Mécanisme International de Varsovie (WIM), le dispositif institutionnel dédié à la question des pertes et préjudices adopté en 2013, les travaux ont été vastes et diversifiés afin de refléter les préoccupations des différentes parties. Le concept de gestion globale des risques (*Comprehensive Climate Risk Management*) occupe une fonction centrale dans le mandat du WIM. Elle réside dans la conception intégrée d'instruments d'analyse des risques, de réduction, de rétention et de transfert des risques appliqués à différents segments de risque.

Dans ce contexte, les instruments assurantiels sont devenus centraux dans la discussion portant sur les solutions de financement des pertes et préjudices, comme en témoigne le Partenariat mondial pour *l'Insuresilience* du G7 et du V20 en 2015 et sa version réformée, le *Global Shield Against Climate Risks*, officialisée lors de la COP-27 en 2022. Alors que l'assurance a été mise en avant pour sa capacité à générer des remboursements post-catastrophes tout en constituant un pivot des stratégies de réduction des risques, l'initiative *Global Shield*, possède explicitement l'objectif de mobiliser un ensemble d'outils de manière coordonnée afin de permettre aux pays de développer des approches segmentées du financement des risques. Les analyses systématiques des déficits de protection doivent permettre, dans le cadre de dialogues nationaux, la mise en place d'une gamme complète d'instruments CRDFI (climate risk disaster finance and insurance) pour y remédier.

La décision historique prise lors de la COP 27 d'élaborer de « nouveaux arrangements financiers » dédiés aux pertes et préjudices repose sur la reconnaissance d'écart de financements concernant l'architecture actuelle de financement des risques et impacts climatiques, laquelle pourra, à la faveur de ce nouveau contexte se voir amendée et complétée.

Les instruments de dette dominent naturellement la palette des solutions présentées ici, que ce soit à travers la disparité des instruments de dette ou le volume des transferts qu'ils représentent. Pour rappel, les transferts financiers externes vers les PED sont grossièrement couverts à près de 60% par les IDE (investissements directs étrangers), investissements de portefeuille, transferts de diaspora (*remittances*) et 40% par de la dette (bilatérale, multilatérale, privée). Il existe évidemment une variabilité selon les années et les pays. La figure (**figure 5**) dresse un panorama des solutions de financement et leur pertinence pour des interventions *ex-ante* ou *ex-post* ou pour des risques chroniques ou aigus, ainsi que pour l'atténuation. Elle est donnée à titre indicatif puisque les règles de pertinence ne s'appliquent pas de manière aussi tranchée.

Figure 5 : Panorama et objet des solutions de financement

La indique que l'instrument est approprié et le indique le contraire. Ce tableau est à titre indicatif et parfois simplificateur: d'autres critères telle que la capacité institutionnelle de chaque pays est également un facteur de discrimination

PRFI (Pays à Revenu Faible ou Intermédiaire) avec dette insoutenable ou PPTE (Pays Pauvres Très Endettés)  
 PRFI avec fort endettement mais soutenable  
 Autres PED

Instruments de dette conventionnels ou fléchés	Complexité	Condition préalable (non unique)	Atténuation et financement de la transition	Ex ante Réduction Réduction des risques physiques chroniques à travers le financement de l'adaptation et de la résilience	Ex ante & ex post Rétention Réduction des risques physiques aigus et risques de catastrophe	Ex post Transfert Transfert des risques physiques aigus et risques de catastrophe
Dette conventionnelle non fléchée		Accessible			NA	NA
Instruments de dette fléchés sans révision de marge		Accessible			NA	NA
Instruments de dette fléchés avec révision de marge		Capacité de suivi et de gestion			NA	NA
Debt to Climate/Nature/SDG Swaps		Non indiqué pour résoudre un problème d'insoutenabilité de la dette			NA	NA
<b>Instruments de dette indexés sur le risque</b>						
Dette avec clause de suspension		Capacité institutionnelle			NA	NA
Catastroph bond		Capacité institutionnelle et accès aux marchés des capitaux	NA	NA	NA	
Prêt de contingence		Capacité institutionnelle	NA	NA		NA
Fonds de contingence		Capacité institutionnelle	NA	NA		NA
<b>Finance/crédits carbone/biodiversité</b>						
<i>Si cadre réglementaire national sur les marchés carbone en cohérence avec les marchés et mécanismes internationaux</i>						
Finance/crédits carbone/biodiversité					NA	NA
<b>Fonds climats</b>						
Fonds Adaptation		Capacité institutionnelle et système de gouvernance	NA		NA	NA
Fonds Atténuation		capacité institutionnelle et système de gouvernance		NA	NA	NA
<b>Mécanismes assuranciers</b>						
Assurance non-domestique individuelle (paramétrique)		Capacité institutionnelle et système de gouvernance	NA	NA	NA	
Assurance domestique (privée ou souveraine)		Cadre réglementaire national et inclusion	NA	NA		NA
Risk pooling entre plusieurs pays		Coopération régionale	NA	NA	NA	
<b>Instruments mixtes avec rehaussement de crédit ou d'assurance : haïrcuts sur restructuration de dette, subvention/don, garanties, premières pertes...Exemple:</b> - Restructuration de dette sous Cadre commun ou autre cadre - Assurance avec subvention de primes - Fonds de contingence addosé sur de la subvention - Climate/Nature/SDG to Debt Swaps rehaussés d'une garantie - Dette avec clause de suspension assortie d'un rehaussement de crédit (ex garantie) et/ou d'une assurance paramétrique - Restructuration avec coupons en crédits carbone (attirer le privé) - ...			Traitements au cas par cas			

Source : Auteurs

## 2.1. INSTRUMENTS DE DETTE FLÉCHÉS

### 2.1.1. Instruments indexés sur les résultats

Les instruments de dette obligataire ou de prêts indexés sur des KPI socio-environnementaux ou fléchés (ex. *green bond/loan*, *blue bond/loan*, *sustainable linked bond*...) commencent petit à petit à se normaliser et certains PED qui ont accès aux marchés des capitaux ont déjà émis quelques titres. Ces instruments intègrent, pour certains, un mécanisme d'abaissement de marge d'intérêt (*step-down*) en cas d'atteinte des KPI négociés.

Les volumes mondiaux demeurent limités comme par exemple les obligations vertes<sup>20</sup> qui ne représentent que 3% du marché obligataire mondial. Dans les PED (hors Chine), ces instruments représentaient, en 2020, environ 4% de l'ensemble des émissions obligataires. Les émetteurs sont toutefois souvent surreprésentés par les institutions financières au détriment des gouvernements qui émettent selon des schémas assez fragmentés: cadres régionaux ou nationaux, appuis IFC, cadre CBI, etc. Après le fort engouement des marchés sur ces trois dernières années pour ce type d'instruments, ceux-ci s'essoufflent (cf. **annexe 2**) pour plusieurs raisons parmi lesquelles : la temporisation vis-à-vis des résultats des premiers débouclages des mécanismes de révision de marge, les risques réputationnels de *greenwashing* en raison notamment de l'absence de cadres normatifs réglementés, etc.

#### Avantages :

S'agissant de l'avantage en terme de coût de ces instruments, deux mécanismes principaux se distinguent : i. une prime appelée « *greemium* » de quelques points de base, souvent expliquée par les effets d'offre/demande sur le marché ou ii. des révisions de marge liées à la réalisation de KPI ;

- Un accès à de plus longues maturités ;
- Un accès à une plus large palette d'investisseurs avec souvent des stratégies passives de « *buy and hold* » plus stables ;
- Une familiarisation et un renforcement de capacités concernant la finance durable au sens large ;
- L'envoi d'un signal fort vis-à-vis d'un engagement dans l'investissement climat/nature/durabilité ;
- Ces titres offrent de plus longues maturités et ciblent un univers d'investisseurs assez large.

#### Écueils :

- Une fragmentation des cadres de labélisation, de standardisation et de réglementation ;
- Des coûts de gestion et de suivi qui peuvent s'avérer élevés ;
- Un risque réputationnel en cas de mauvaise exécution ;
- Des révisions de marges non significatives au regard du taux appliqué aux émetteurs *non-investment grade*, soit la majorité des PED ;

Un usage limité pour les projets avec un flux de revenus fléchés « *revenue stream* », comme par exemple une unité de production électrique. Ils sont donc moins indiqués pour le financement de l'adaptation ou de projets de conservation sans revenus financiers mais revenus sociaux.

### 2.1.2. Les échanges (swap) dette-climat ou dette-nature (DCS ou DNS)

Les DCS - conversion de dette pour le climat - font partie de la grande famille des conversions de dette pour la nature (DNS), qui offrent la possibilité de lever des capitaux dans les PED pour relever les défis environnementaux dans leur ensemble et soutenir une prospérité résiliente. Les flux financiers générés sont équivalents à une subvention fléchée associée à un instrument de dette restructuré. La restructuration peut inclure une conversion en monnaie locale (réduisant les risques de change), un taux d'intérêt plus bas, une échéance prolongée, une annulation partielle de la dette, une émission d'obligations ou une combinaison de ceux-ci. Ils sont souvent tripartites : investisseur, Etat, ONG ou entité récipiendaire des fonds fléchés pour la nature ou le climat.

Les DCS fonctionnent généralement de la façon suivante : en échange de l'annulation partielle de la dette publique, le gouvernement du pays débiteur s'engage à mobiliser l'équivalent de l'annulation de dette en monnaie locale

---

<sup>20</sup> Les obligations vertes ne sont pas indexées à un résultat.

pour des projets ou programmes de lutte contre le changement climatique, selon des conditions convenues entre les créanciers et le pays débiteur.

Certaines conditions sont requises pour accéder à ces instruments : il faut que le pays demandeur soit lourdement endetté (selon les critères établis par le FMI), qu'il ait épuisé d'autres instruments d'allègement de la dette qui leur serait plus favorable (ex : un allègement ou une annulation de dette 'classique' sans condition), et qu'il puisse convaincre ses créanciers qu'il peut affecter une partie des ressources budgétées pour le remboursement de la dette au financement de projets ou de programmes nationaux qui s'inscrivent dans la lutte contre le changement climatique au sein du pays.

Ces échanges de dette sont habituellement négociés dans le cadre de la restructuration de la dette publique envers des créanciers bilatéraux officiels, tels que les membres du Club de Paris par exemple, mais également avec les créanciers privés du pays. Les premiers swaps pour le climat et la nature ont d'ailleurs vu le jour avec ces derniers<sup>21</sup>.

L'introduction du mécanisme de conversion de dette pour les pays en développement a vu le jour au cours des années 1980. Le Chili a été l'un des premiers pays à établir un programme officiel d'échange de titres de créance en 1985, mais c'est la Bolivie, en 1987, qui a conclu un des premiers DNS avec l'organisme *Conservation International*. L'Équateur et le Costa Rica ont suivi la même année. Ces premiers swaps concernaient des conversions de dette entre pays en développement et créanciers privés uniquement. À partir de 1990, le Club de Paris a introduit une clause sur les conversions de dettes, rendant la dette bilatérale éligible aux conversions de dette. Les instruments de conversion de dette ont ainsi pu commencer à impliquer une combinaison de soutien public et privé.

À partir des années 2000, l'intérêt des instruments de conversion de dette a diminué, principalement en raison de la complexité de la mise en œuvre des projets conditionnés à la conversion de dette et du niveau limité d'allègement de dette que ces instruments pouvaient fournir. Dans le même temps, d'autres programmes initiés par les institutions internationales tels que les initiatives PPTe et IADM se sont mis en place. Néanmoins, au cours de ces dernières années et plus particulièrement depuis la crise Covid-19 et la hausse significative de l'endettement mondial qui en a découlé, ces instruments reviennent sur le devant de la scène internationale et se concentrent non seulement sur la lutte contre le réchauffement climatique, mais également sur la protection de la nature. Le cas des Seychelles (2015) et plus récemment de la Barbade et du Belize (2022), qui ont réalisé des conversions de dette pour la nature avec *The Nature Conservancy* (TNC, une organisation de protection de l'environnement), illustrent l'intérêt renouvelé pour ces instruments.

Plusieurs initiatives et plateformes internationales ont émergé sur les questions de conversions de dettes, ou même plus généralement sur le financement des objectifs de développement, qui inclut l'utilisation des instruments de conversion de dette. L'initiative d'échange de dette contre l'adaptation au climat lancée en 2016 par la Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC) en est un exemple.

On compte à présent plus de 100 opérations de conversion de dettes impliquant une quinzaine de créanciers officiels et environ une trentaine de créanciers au total. Selon le PNUD, en 2017, la valeur totale de la dette traitée par les échanges de dette s'élevait à 2,6 Mds USD et a permis de financer des dépenses liées au développement ou à la nature pour environ 1,2 Md USD. Dans le même temps, les subventions climatiques accordées aux pays en développement en 2019 s'élevaient à 17 Mds USD selon l'OCDE.

---

21 WP FMI, 2022 : Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation



La publication du FMI conclut que, de manière générale, les instruments de swap ne sont pas forcément les plus adaptés pour le financement du climat ni pour les pays surendettés. Si l'objectif central est le financement du climat, il faudrait alors cibler des actions d'élargissement de l'espace budgétaire et privilégier, le cas échéant, des subventions conditionnelles lorsque les pays ciblés présentent des limites à un endettement supplémentaire. Si l'objectif central est le désendettement, une restructuration visant l'allègements de la dette serait plus appropriée : Cela offre moins de coûts de transaction, plus de liberté d'action et moins de complexité. Quelques mises en garde à retenir sur ces instruments :

- Les DNS et DCS pourraient se justifier lorsque l'action climatique financée contribue à baisser le risque de crédit souverain (ce qui n'est pas toujours le cas) et que les versements destinés à l'action climatique sont plus seniors par rapport au remboursement de la dette ;
- D'un point de vue réputationnel et effet « signal » vis-à-vis des marchés, l'avantage est plus souvent donné aux instruments de swap qu'à une restructuration brute : la volonté de certains créanciers d'alléger la dette pourrait être plus grande si celle-ci était liée à l'action climatique;
- Lorsque la dette est cotée, il convient de traiter celle qui donne des signaux de forte sous-cotation (*distressed debt*) pour en privilégier le traitement;
- Dans les cas où la dette n'est pas viable, un swap devrait impliquer des montants suffisamment importants pour rétablir la viabilité de la dette et être une alternative viable par rapport à une simple restructuration de la dette. Le succès à terme du cas de Belize en 2022 est à scruter pour savoir si ces opérations sont reproductibles pour les petits pays et SIDS, avec un impact potentiellement considérable sur les niveaux d'endettement. Néanmoins, il faut rappeler que cette opération a été accompagnée à travers un montage sophistiqué par une assurance paramétrique et une garantie ;
- L'équité des créanciers est également au cœur des DCS ou DNS : une partie de l'allègement de dette générée peut servir implicitement le subventionnement de créanciers non participants, surtout dans les cas où la dette est significativement allégée.

## 2.2. INSTRUMENTS DE DETTE INDEXÉS SUR LE RISQUE

Il s'agit d'instruments de dettes avec des clauses rattachées à la survenance d'un choc climatique ou d'une catastrophe prédéfinis et/ou paramétrés afin de libérer ou de verser de la liquidité. L'éventail des clauses peut concerner plusieurs modalités : **décaissement, suspension, annulation complète ou partielle, réduction**. Ces instruments interviennent ex-ante (précaution) ou ex-post (réparation de la catastrophe), en appui à la stratification du cadre d'analyse de gestion des risques « **réduction/transfert/rétention** ». Ils sont particulièrement pertinents pour les petits pays ou pays SIDS où les catastrophes naturelles causent souvent de plus intenses dommages en % du PIB<sup>22</sup>.

<sup>22</sup> Less than 1 in 100 disasters in larger countries cause damage equal to >30% GDP ; in 10 disasters in small countries cause damage equal to >30% GDP (article\_natural\_disaster\_clause\_v3-pdf.pdf (clearygotflieb.com))

Certains sont à la fois des instruments financiers et des instruments politiques, dans le sens où ils engagent un dialogue de politiques publiques.

### 2.2.1. Dettes avec clauses de suspension

Ces instruments sont particulièrement appropriés pour les pays qui sont vulnérables aux risques physiques climatiques aigus et aux risques de catastrophe ou SIDS. Ils permettent de suspendre et de différer le service de la dette en cas de survenue d'événements prédéfinis. En novembre 2022, l'ICMA, qui occupe un rôle réglementaire sur les marchés obligataires, a publié un cadre commun intitulé CRDCs (*Climate Resilient Debt Clauses*) qui donne notamment des modèles de documentation contractuelle (*Term Sheet*) qui intègrent des indicateurs quantifiables et vérifiables et des seuils prédéfinis pour le déclenchement de la suspension du principal et/ou les paiements d'intérêts de la dette. Il met à jour le premier cadre publié en 2014.

Ces instruments supposent souvent des clauses d'action collective (CAC) où les détenteurs d'obligations conviennent dès le départ d'être liés par les termes d'une restructuration si une super-majorité spécifiée des créiteurs approuve les modalités proposées par l'émetteur. Enfin, ce cadre applicable au marché obligataire devrait converger avec celui des prêts dont ceux portés par les bailleurs officiels tel que la Banque Mondiale à la Barbade.

### 2.2.2. Cat bonds (catastroph bonds)

Il s'agit d'instruments où le service de la dette est annulé ou parfois seulement réduit en cas de survenance du risque de catastrophe associé. Le volume des cat bonds est en constante augmentation<sup>23</sup>, avec une part majoritaire dédiée à la catastrophe « tremblement de terre », mais une augmentation de risques couverts qui sont au croisement des effets du CC ou de catastrophe (ouragans, tempêtes...).

#### Avantages :

- Réduit la volatilité budgétaire en cas de survenance d'une catastrophe jusqu'à annuler la dette ;
- Permet de verrouiller une protection pluriannuelle (contrairement à la réassurance traditionnelle, qui porte généralement sur une période d'un an) : la maturité des Cat bonds peut aller jusqu'à 5 ans (et une durée moyenne de 3 ans). Ils apportent donc une protection contre la volatilité des prix du marché de la réassurance ;
- Les termes pluriannuels de la plupart des Cat bonds permettent également aux sponsors de répartir les coûts fixes de l'émission des obligations sur une période de plusieurs années, réduisant ainsi les coûts sur une base annuelle.

**Écueils :** une base d'investisseurs réduite car ne sont concernés que les pays avec accès aux marchés des capitaux, et des frais de transaction élevés. Il existe également un risque de *mispricing* en cas d'asymétrie d'information, et les coûts sont élevés.

### 2.2.3. Dettes et instruments de contingence

Encore un instrument dédié à la réduction du risque de catastrophe. Le prêt de contingence est un outil conçu pour intervenir en amont de catastrophes récurrentes pour permettre de se donner du temps afin de renforcer les politiques de gestion du risque de catastrophe des États et leur permettre d'accroître leur résilience face aux catastrophes. Il permet d'effectuer un décaissement en cas de survenance d'une catastrophe. Cet instrument peut être complété par l'abondement d'un fond de contingence par ressources en dons pour les pays qui présentent des situations d'endettement insoutenables ou quasi-insoutenables.

#### Avantages :

- Amélioration de la protection financière des pays face aux catastrophes,
- Renforcement de l'expertise et des capacités des parties prenantes locales, de la gouvernance, de la coordination de la politique de réduction des risques de catastrophe.

---

23 FMI - Sovereign Climate Debt Instruments: An Overview of the Green and Catastrophe Bond Markets - 2022

## Ecueils :

- Parce qu'il est fondé sur la réalisation d'actions préalables à l'octroi et sur une matrice de réformes, le prêt de contingence nécessite des phases d'instruction longues
- Étant donné que c'est un instrument de dette, il n'est pas adapté pour financer des pertes irréversibles et permanentes. D'où la complémentarité avec les fonds de contingence, qui eux sont sous forme de dons.

## 2.3. LA FINANCE CARBONE

L'article 6 des Accords de Paris fournit les lignes directrices pour atteindre les objectifs de réduction des émissions par le biais d'accords volontaires bilatéraux et multilatéraux (notamment le transfert d'*Internationally Transferred Mitigation Outcomes* sous l'article 6.2), la création d'un marché international du carbone et la reconnaissance des approches non marchandes qui fournissent des formes supplémentaires d'assistance ciblant « l'atténuation, l'adaptation, le financement, le développement technologique et le transfert, et le renforcement des capacités ». Certains aspects du cadre de mise en œuvre de l'article 6 sont encore en cours de clarification et de négociation. S'agissant des marchés de compensation volontaire de carbone - mécanisme de compensation sanctuarisé depuis les Accords de Kyoto - ils sont en pleine croissance mais avec un ralentissement observé en 2022, marqué par une plus grande vigilance des acheteurs au regard du risque de réputation auquel ils sont exposés à travers l'achat de crédits de faible qualité.

Nombreux PED se positionnent sur ces marchés avec l'impression que ces marchés ont un potentiel à devenir une importante source de financement sans endettement, à l'image des pays du Bassin du Congo (RDC, Gabon). Cependant, une vigilance est de mise quant à l'intégrité de ces marchés et à leur rôle dans l'atteinte de la neutralité carbone et le respect de la séquence éviter/réduire/compenser. Sans négliger les coûts financiers ou parfois sociaux et environnementaux liés à leur conception, et à l'incertitude sur la stabilité de la demande sur les marchés. De plus, sur la base des engagements des PED dans le cadre de l'Accord de Paris, ces derniers doivent également réduire leurs propres émissions futures du même montant que les crédits carbonés vendus aujourd'hui. A ce titre, l'Indonésie a, par exemple, quasi « nationalisé » ce marché par décret présidentiel en fin 2022. D'autres PED (Papouasie-Nouvelle-Guinée, Honduras) ont également émis, en 2022, un moratoire sur l'émission de nouveaux crédits afin de prendre le temps de définir des règles claires. Les pays doivent établir une stratégie carbone exhaustive clarifiant le bénéfice économique, commercial et climatique des marchés de compensation, sans ignorer les liens et arbitrages qui les unissent aux autres marchés et mécanismes carbone que sont la taxation ou les mécanismes de *cap and trade*.

## 2.4. LES MÉCANISMES ASSURANTIELS

L'assurance contre les risques de catastrophes ne réduit pas les pertes physiques consécutives aux événements, mais elle permet de mieux gérer et d'atténuer leurs coûts financiers et économiques. S'ils ne remplacent pas l'investissement dans la résilience et l'adaptation, les mécanismes assurantiels et de mutualisation demeurent une composante importante de gestion et financement des risques tel que stipulé dans l'article 8 de l'Accord de Paris.

Néanmoins, leur utilisation dans les PED a été limitée en raison de nombreux facteurs comme : i. la faiblesse et le manque de données météorologiques et climatiques et leur traduction en évaluation des risques ; ii. la faible pénétration du marché assurantiel domestique ; iii. la faiblesse des cadres normatifs qui définissent l'univers « assurable » ; et iv. la faiblesse des espaces budgétaires pour créer des mécanismes souverains.

A l'occasion de la COP-27, le G7 a annoncé le lancement du *Global Shield*. Il est encore trop tôt pour juger de son efficacité puisqu'il demeure au stade d'annonce. Toutefois, il existe déjà sur le terrain des mécanismes assurantiels éprouvés comme les mécanismes régionaux de mutualisation des risques (**cf. encadré 4**), particulièrement adaptés au SIDS et aux pays vulnérables à faible marge budgétaire.

Dans les grands États, les dommages causés par les catastrophes naturelles sont localisés et représentent donc une part relativement faible de l'économie. Dans les petits pays ou les SIDS, les catastrophes naturelles présentent un risque covariant, car la majeure partie de leur territoire pourrait être affectée en même temps. Si en plus ces deniers

disposent de faibles ressources budgétaires, l'arbitrage entre coûts et bénéfices devient délicat malgré leur aversion au risque plus élevée. Le calibrage de l'assurance est souvent sous-optimal<sup>24</sup>.

Par ailleurs, la nature paramétrique – l'assurance paramétrique décrit un type de contrat qui assure contre la survenance d'un événement spécifique en payant un montant fixe en fonction de son ampleur, par opposition à l'ampleur des pertes dans une police d'indemnisation traditionnelle qui offre moins de visibilité - de nombreux mécanismes assurantiels des risques de catastrophe expose également les pays à un risque de base. Il s'agit du risque que l'assurance ne soit pas déclenchée (par exemple, parce que la force de la catastrophe est mesurée à un endroit différent de son impact principal) et/ou le risque que les pertes réelles dépassent les valeurs modélisées et les paiements associés.

#### **Encadré 4 - Les mécanismes de mutualisation régionale de risques (Risk Pooling)**

Le caractère mutualiste entre pays sert à augmenter la surface de l'assurance individuelle d'un pays, surtout lorsque ce dernier a de faibles marges budgétaires avec une forte exposition à des risques aigus. Le *pool* est donc capitalisé en commun avec la participation de plusieurs pays. Les trois mécanismes régionaux les plus emblématiques sont : i. le *Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility Segregated Portfolio Company (CCRIF)*, établi en 2007 et étendu en 2015 à la région Amérique Centrale, (ii) le *Pacific Catastrophe Risk Assessment and Financing Initiative (PCRAFI)*, établi en 2013, et (iii) le *African Risk Capacity* lancé en 2014.

Etant donné que les pays qui constituent ces mécanismes régionaux mutualisés (*risk pooling*) ont de faibles marges budgétaires, les *pools* doivent transférer les risques aux marchés de la réassurance moyennant un coût supplémentaire, qui limite la taille globale de ces mécanismes (couverture annuelle de seulement 750 M USD pour les trois *pools*). Et ce malgré la participation de la Banque mondiale et des pays donateurs de l'OCDE, comme la France, à la capitalisation de ces *pools*. La nature paramétrique de l'assurance expose également les pays au risque de base évoqué plus haut. Il est donc important d'augmenter leur taille et de trouver des appuis financiers (ex. bonifications) pour diminuer le coût global, sans négliger d'autres instruments de transfert de risques et d'autres fondés sur l'indemnisation. Enfin, l'assistance technique peut servir à limiter le risque de base et à souscrire le mécanisme le plus approprié avec le bon paramétrage et le bon dimensionnement. Enfin, il convient de s'interroger sur la soutenabilité capitalistique de ces mécanismes face aux effets conjugués du CC dans les géographies concernées.

## **2.5. LES FONDS CLIMATS**

Les fonds climat existent depuis les années 1990, mais ont pris une véritable ampleur à partir de 2009, lorsque les économies avancées se sont engagées à fournir 100 Mds USD par an de financement climatique aux PED. Depuis le début des années 2000, à l'échelle mondiale, au moins 43 Mds USD de financement ont été promis aux fonds climatiques (dont 80 % ont été effectivement distribués dans les fonds). Cependant, seuls 28 Mds USD ont été approuvés et 11 Mds USD décaissés dont moins de 3 Mds USD pour l'Afrique<sup>25</sup>. Les fonds climats fournissent certes des ressources concessionnelles mais l'ensemble du processus est long et assez lourd, et inclut le passage par l'accréditation, le développement et l'implémentation des projets sans oublier les contraintes que posent les faibles capacités de remboursement de certains pays. Enfin, la multiplicité des fonds et la spécificité de chacun de leur processus sont un frein au déploiement de ces ressources (**figure 6**).

24 Sources : OECD - Recommendation on Disaster Risk Financing Strategies - 2017 et FMI - Natural Disaster Insurance for Sovereigns: Issues, Challenges and Optimality - 2020  
25 Source: FMI - Climate Change and Select Financial Instruments: An Overview of Opportunities and Challenges for Sub-Saharan Africa - 2022

Figure 6 : Les difficultés d'accès aux fonds climat

	Accreditation	Project Development	Capacity	Macroeconomic Environment	Climate Data & Knowledge
Countries	Countries' fiduciary and institutional capabilities are not sufficient for fund standards	Low capacity to develop project proposals that meet fund's project approval criteria	Country-specific (for example, limited technical and human capacity to design climate goals, execute projects)	Examples: lack of fiscal space to borrow, difficulty in mobilizing private capital	Insufficient climate-related risk (and opportunity) information, insufficient climate-related data and knowledge
Providers	Challenges from multilateral/donor climate funds requiring accreditation			Challenges from intermediaries	
	High minimum standards for access beyond the existing capacity of certain countries			Insufficient risk-inclination for small projects/countries, projects in local currency	
	Lower funding for ex ante resilience measures than disaster aid, constraining countries' ability to reduce vulnerabilities and increase resilience			Insufficient prioritization of SSA countries associated with smaller projects or smaller countries; high transaction costs; focus of climate finance targets on funding volume	
	Heavily skewed funding toward accredited entities or only international accredited entities				

Source : IMF from Adaptation Fund ; Capacity-building Initiative for Transparency, Global Environment Facility, Green Climate Fund, Least Developed Countries

## CONCLUSION

Plusieurs Etats font actuellement face à une situation de fragilité budgétaire ou d'endettement élevé, voire insoutenable ; et certains sont d'ores et déjà engagés dans des processus de restructuration de dette. En prime de la succession des récentes crises et resserrement des taux, ils sont nombreux à devoir faire face à plusieurs défis et agendas sollicitant d'importantes ressources financières : changement climatique, développement durable, érosion de la biodiversité et catastrophes naturelles (notamment pour les petits pays et états insulaires). Ces derniers sont associés à des risques dont l'hétérogénéité nécessite le recours à divers instruments financiers et mécanismes assurantiels ou de contingence. De surcroît, l'imprévisibilité de certains événements (pandémie, guerre et insécurité...) introduira une volatilité encore plus importante sur les budgets et les équilibres macro-financiers de ces Etats : ils doivent donc gérer des risques et des vulnérabilités existants ou modélisables voire imprévisibles, tout en évitant d'empiler de nouveaux risques à travers leurs plans d'investissement et de développement (exemple : infrastructures résilientes sans risque de mal-adaptation). La combinaison d'instruments de financement avec les mécanismes de gestion des risques, associée à du rehaussement (garanties, subventions, donateurs, premières pertes) offre souvent une solution pertinente pour ces pays, sous réserve d'atteindre des volumes significatifs et une tarification attractive.

Il apparaît donc nécessaire de mettre à disposition de ces Etats une palette d'instruments et de mécanismes afin de répondre à différents contextes et situations, tout en apportant une flexibilité dans les cadres de restructurations de dette, puisque la « dette » demeure l'instrument dominant le plus représentatif des flux de financement externes. Cette note a pointé le sous-financement affecté à la réduction dans la segmentation « réduction/transfert/rétention » de gestion des risques de catastrophe, qui fait miroir au sous-financement de l'adaptation dans la finance climat.

En amont du déploiement des solutions indiquées, il est également nécessaire de contrecarrer un certain nombre de freins auprès des pays récipiendaires au-delà des sujets identifiés de cadres de gouvernance, réglementaires ou de capacités institutionnelles, qui sont souvent un préalable pour une bonne mise en œuvre et un bon dimensionnement et paramétrage des instruments et mécanismes présentés :

- i. une qualité améliorée des stratégies et plans climat et nature (CND, SLT, PNA...) avec un plan d'action et de financement clairs et bien articulé avec les capacités et contraintes macro-financières et budgétaires,

ii. la fiabilisation de données de qualité sur : le climat, la nature ou les catastrophes naturelles, qui sont indispensables pour l'évaluation des risques puis pour le paramétrage et le dimensionnement des solutions de financement exposées,

iii. le sujet des données concerne également la transparence, le suivi et le reporting des registres d'endettement.

Du côté des bailleurs, créanciers et investisseurs, quelques recommandations s'appliquent également :

i. apporter une innovation dans la structuration des solutions existantes à travers des mécanismes de rehaussement (garanties, subventions, donateurs, premières pertes). L'objectif étant triple : d'une part, cibler les trois strates de réduction/transfert/rétention des risques et d'autre part atteindre une taille critique et avoir un impact significatif pour le pays ou pour ses équilibres financiers, et enfin assurer une tarification attractive qui n'alourdit pas le poids du service de la dette surtout des pays les plus vulnérables,

ii. généraliser les clauses sur-mesure de suspension/annulation/réduction déclenchées par un événement ou une décision publique fixés au préalable. Les clauses de déclenchement devraient être simplifiées et les cadres contractuels harmonisés et standardisés,

iii. consacrer les ressources concessionnelles ou les ressources gratuites à la réduction des risques et à l'adaptation des pays les plus vulnérables afin de rompre le cercle vicieux du coût du risque du capital tel qu'explicité dans la figure 3,

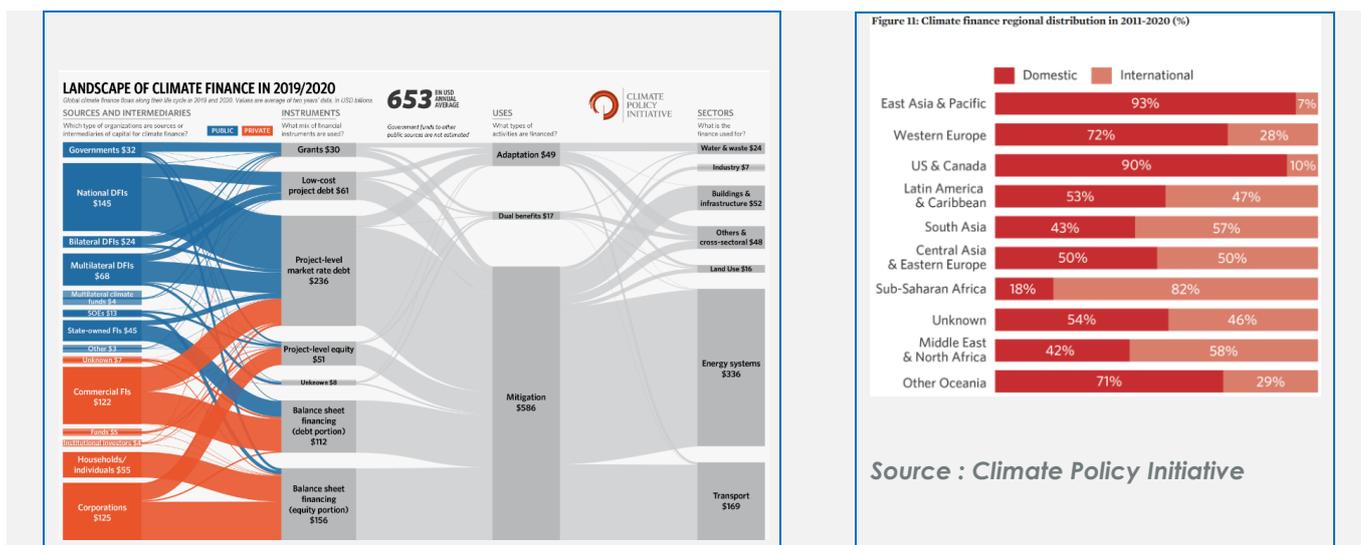
iv. améliorer et harmoniser les cadres de restructuration de dettes et l'usage des clauses d'action collective, avec une convergence dans la nouvelle palette fragmentée des prêteurs et créanciers (privés, officiels, bilatéraux, domestiques...).

Enfin, dans un contexte de rééquilibrage géopolitique et aussi complexe que soit l'ingénierie financière déployée, il apparaît difficile d'échapper aux débats qui entourent la justice climatique, notamment pour les pays les plus vulnérables. Il restera donc à voir si le nouveau cycle d'initiatives pour la réforme des institutions de Bretton Woods, du cadre de l'aide publique au développement et du rôle des agences de notation ne sera qu'une répétition de l'histoire ou apportera des évolutions concrètes.

# ANNEXES

## ANNEXE 1 : LES MOYENS FINANCIERS EN FAVEUR DU CLIMAT DANS LE MONDE ET DANS LES PED

Au niveau mondial et selon CPI, le financement climatique est estimé à environ 850 Mds USD en 2021, son plus haut niveau annuel, soit environ 0,7% du PIB mondial, réparti à ~50% privé et ~50% public capté par le financement de l'énergie et des transports - en grande partie composé d'obligations vertes, qui représentent encore moins de 3% des marchés obligataires mondiaux (Prasad et al. 2022). Pour la majorité des géographies, ce financement est de source domestique, à l'exception de l'Afrique sub-saharienne où le financement domestique ne contribue que pour 18% du financement climatique total sur la précédente décennie.

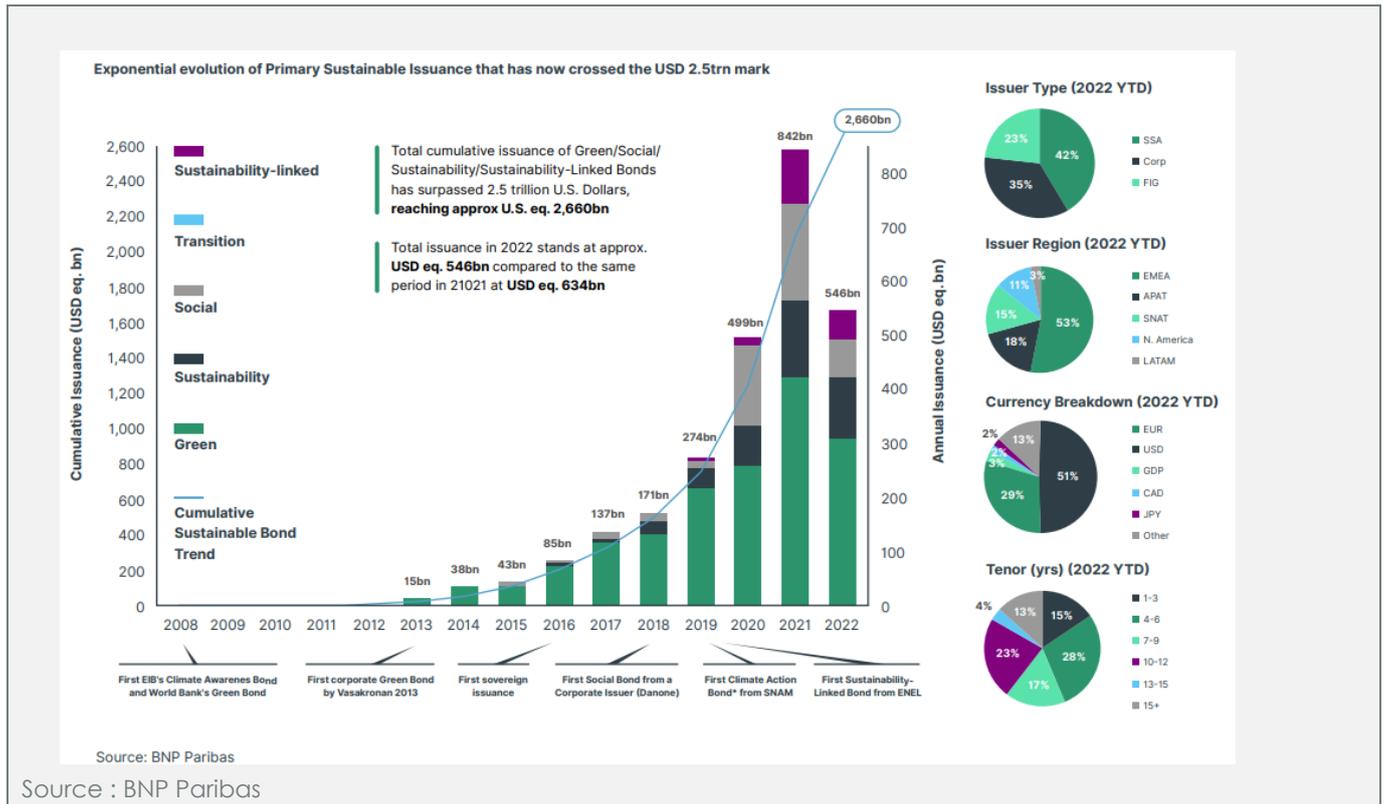


S'agissant de la finance climat au sens des accords de Copenhague ([Climate Finance and the USD 100 Billion Goal - OECD](#)), lors de la 15e Conférence des Parties (COP15) de la CCNUCC à Copenhague en 2009, les pays développés se sont engagés dans un objectif collectif de mobilisation de 100 Mds USD par an d'ici 2020 pour l'action climatique dans les pays en développement, dans le contexte d'actions d'atténuation significatives et de transparence sur leur mise en œuvre. L'objectif a été formalisé lors de la COP16 à Cancun, et lors de la COP21 à Paris, il a été réitéré et prolongé jusqu'en 2025. Conformément à l'article 2.1c des accords de Paris, depuis les déclarations de 2021, les membres du CAD sont tenus d'aligner les flux d'APD avec des trajectoires net zéro et un développement résilient au changement climatique, tout en facilitant l'accès aux technologies de la transition, en particulier dans le secteur de l'énergie. L'additionnalité et la prévisibilité sont des critères associés à la finance climat.

Les instruments de subvention devraient être prioritaires pour les pays les moins avancés (PMA) et les petits États insulaires en développement (PEID) tandis qu'une combinaison de subventions et de prêts hautement concessionnels devrait être envisagée pour les pays dont la dette souveraine est élevée.

Au-delà de la faiblesse des montants mobilisés, on observe deux biais majeurs dans la finance climat : celle-ci est captée par certains pays, souvent des grands émergents, et est plus en faveur de l'atténuation que de l'adaptation, ce qui s'explique en partie en raison de la prédominance des instruments de dette et du manque de ressources en dons.

## ANNEXE 2 : CROISSANCE DES EMISSIONS D'OBLIGATIONS ESG



## **À propos de l'Agence française de développement**

Le groupe AFD contribue à mettre en œuvre la politique de la France en matière de développement et de solidarité internationale. Composé de l'Agence française de développement (AFD), en charge du financement du secteur public et des ONG, de la recherche et de la formation sur le développement durable, de sa filiale Proparco, dédiée au financement du secteur privé, et d'Expertise France, agence de coopération technique, le Groupe finance, accompagne et accélère les transitions vers un monde plus juste et résilient.

Nous construisons avec nos partenaires des solutions partagées, avec et pour les populations du Sud. Nos équipes sont engagées dans plus de 4 000 projets sur le terrain, dans les Outre-mer, dans 115 pays et dans les territoires en crise, pour les biens communs – le climat, la biodiversité, la paix, l'égalité femmes-hommes, l'éducation ou encore la santé. Nous contribuons ainsi à l'engagement de la France et des Français en faveur des Objectifs de développement durable (ODD). Pour un monde en commun.

**Plus d'informations sur [www.afd.fr](http://www.afd.fr)**

## **Architecture financière internationale et ingénierie financière pour le climat et la nature**

Les négociations des COP climat ou biodiversité se cristallisent souvent sur le sujet des moyens financiers mobilisés ou à mobiliser en faveur des actions et investissements liés aux climat ou la biodiversité. La succession des récentes crises et événements mondiaux (Covid-19, guerre en Ukraine, inflation et hausse de taux) a diminué les marges budgétaires et compromis la soutenabilité de la dette d'un certain nombre de pays, alors même que les besoins de financement en faveur de trajectoires de développement résilientes au climat sont toujours prégnants. Cette note analysera l'hétérogénéité des situations de ces pays au-delà du simple sujet de la mobilisation financière : en effet, certains pays sont plus ou moins concernés par les sujets d'adaptation, là où d'autres sont confrontés à l'atténuation et la transition ou la sauvegarde de la biodiversité, ou les trois à la fois. Le tout avec une composante commune d'un agenda ODD 2030.

La première partie de cette note dresse les défis et les éventuelles réformes du cadre mondial de restructuration de la dette et présente les multiples propositions en faveur de réformes structurelles du cadre mondial incarné par les institutions historiques issues des accords de Bretton Woods ou du CAD de l'OCDE. La seconde partie explore un panorama de solutions de financement (financés ou non-financés) qui peuvent servir au cas par cas pour la réduction, la rétention ou le transfert des risques environnementaux et naturels.

**Agence française de développement (AFD)**

5, rue Roland Barthes – 75012 Paris

[www.afd.fr](http://www.afd.fr)