

20 avril 2022 | Rothschild & Co Asset Management Europe



Quand obligation rime avec transition



Nicolas Racaud
Gestionnaire obligataire

Green Bonds, Social Bonds, Sustainable Bonds, Sustainability Linked Bonds... l'univers des obligations vouées à soutenir la transition ne cesse de s'étendre. Nicolas Racaud et Andrea Sekularac reviennent sur les principales évolutions du marché.

Comment l'univers des obligations à vocation durable a évolué au cours des dernières années ?

Au niveau global, le marché a dépassé les 2 200 milliards de dollars en 2021, soit une hausse de 87% par rapport à l'année précédente⁽¹⁾. Les obligations vertes ("*Green Bonds*") continuent de le dominer à hauteur de 58%⁽¹⁾. Ces titres sont exclusivement dédiés au financement de projets verts et doivent s'inscrire dans un cadre de référence (ICMA, CBI, etc.)⁽²⁾. Les montants levés doivent permettre aux émetteurs de faire évoluer leur modèle économique vers plus de soutenabilité environnementale et contribuer à la transition énergétique et écologique. Ces obligations sont donc liées à des projets offrant un bénéfice environnemental clair qui sera évalué et quantifié annuellement par l'émetteur.



Andrea Sekularac
Chargée d'affaires

Le second segment, les "*Social Bonds*", répond à la même logique mais en étant associé à des projets à visée sociale. Ce marché s'est essentiellement développé en 2020 et représente actuellement près de 18% du gisement⁽¹⁾. Enfin, les "*Sustainable Bonds*" sont des actifs hybrides, à mi-chemin entre les "*Green Bonds*" et les "*Social Bonds*", émis dans le but de financer des projets aussi bien sociaux qu'environnementaux. Plus actif depuis 2020, ce gisement pèse environ 19% du marché⁽¹⁾. Ces trois types d'obligations sont regroupés au sein de la famille des instruments "*use of proceeds*" qui induit que le produit de l'émission est dédié à des projets clairement identifiés.

La dernière catégorie à avoir émergé s'intitule "*Sustainability Linked Bonds*" (SLB). Bien que leur éclosion soit très récente (2019), l'année 2021 leur a été particulièrement propice, avec une hausse des émissions significative et un intérêt marqué des investisseurs. Ces titres ont représenté environ 12% des émissions en euros d'obligation *corporate*⁽³⁾ à vocation durable en 2021⁽¹⁾. Toutefois, leurs caractéristiques singulières ne leurs permettent pas d'entrer dans la catégorie des instruments "*use of proceeds*", car l'émetteur ne s'engage pas sur des projets mais sur un indicateur ESG ("*KPI*⁽⁴⁾") qu'il a lui-même défini.

La nature de cet indicateur est variable mais le standard qui tend à s'imposer porte sur la réduction de l'intensité carbone scope 1 & 2⁽⁵⁾. Si l'émetteur n'atteint pas son objectif quantitatif dans le respect du calendrier fixé à l'émission, il se voit appliquer un "malus" préalablement déterminé, le plus souvent, une réévaluation à la hausse du coupon. Cette "pénalité" est susceptible d'adopter différentes formes mais, de manière générale, la conversion d'un intérêt environnemental ou social en contrepartie financière ne nous semble pas satisfaisante, à plus forte raison s'il se révélait négligeable pour l'émetteur.

(1) Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, avril 2022.

(2) Climate Bonds Initiative et International Capital Market Association. Il s'agit de deux organisations à but non lucratif des professionnels de la finance ayant déterminé un cadre strict dans la définition des Green Bonds.

(3) Obligations émises par les entreprises.

(4) Key Performance Indicator : Indicateur de performance clé.

(5) Les émissions Scope 1 correspondent aux émissions de carbone directes provenant des installations fixes ou mobiles situées à l'intérieur du périmètre organisationnel. Les émissions Scope 2 concernent les émissions de carbone indirectes liées aux consommations énergétiques.

Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil en placement ou une recommandation d'investissement.



Dans quelle dynamique s'inscrit le marché ?

La croissance du marché est exponentielle. En 2021, plus d'un quart des émissions *corporates* libellées en euros était à vocation durable⁽⁶⁾ et alors que les Green Bonds représentent déjà près de 5% du marché⁽⁷⁾. Les indices obligataires en intègrent désormais une part non négligeable (près de 8% pour l'indice IHS Markit iBoxx EUR à fin 2021⁽⁷⁾). Si l'on regarde ne serait-ce que quelques années en arrière, cela donne le vertige. À titre d'exemple, en 2020, année de lancement de notre fonds R-co 4Change Green Bonds, son indice de référence comptait environ 200 titres pour une bonne centaine d'émetteurs. Actuellement, le même indice se compose de près de 500 titres pour 267 émetteurs⁽⁷⁾.

Les émissions souveraines restent majoritaires et le mouvement d'accélération devrait perdurer sous l'impulsion des plans de relance gouvernementaux et supranationaux post-Covid-19. Cependant, nous nous intéressons essentiellement à la partie *corporate* et cherchons à observer le taux de pénétration au sein des différents secteurs. Historiquement concentré sur les banques et les services aux collectivités, le marché des obligations vertes connaît depuis quelques années une diversification sectorielle soutenue. À ce titre, l'immobilier coté a été un des plus gros émetteurs au cours de l'année passée, à la deuxième place derrière le secteur bancaire mais devant les services aux collectivités. Le marché est mature et la plupart des secteurs vont continuer à être actifs même si les dynamiques de croissance pourraient se révéler très variables.

Il nous semble aussi que les secteurs les plus exposés aux enjeux de transition et de transformation de leurs activités continueront probablement à faire la part belle aux émissions vertes. Un mouvement confirmé en 2021 qui, en parallèle, a alimenté l'attrait et la compétitivité du marché des SLB. Les acteurs pas, ou peu présents sur le marché des instruments "*use of proceed*" commencent progressivement à se faire une place *via* cette classe d'actifs. En 2022, ces mêmes secteurs de transition risquent d'opter davantage pour des stratégies de complémentarité entre émissions vertes et SLB afin de faciliter l'atteinte de leur objectif "Net Zero"⁽⁸⁾.

Les "*Green Bonds*" devraient néanmoins demeurer le principal segment de marché que ce soit en nombre d'émissions et en montants de projets financés, même si au cours de l'année passée les "*Social Bonds*" ont connu la plus forte croissance au sein des obligations "*use of proceeds*" (+107%⁽⁷⁾) et si, dans la continuité de 2021, nous nous attendons à une forte augmentation des émissions de SLB en 2022.

Quelles tendances se dessinent ?

Les projets les plus représentés au sein du gisement "*Green Bonds*" sont liés au financement des énergies renouvelables, des bâtiments verts et de la mobilité. Le segment affiche donc un biais sectoriel que l'émergence des SLB pourrait partiellement gommer grâce à la diversification du profil des émetteurs. Cette classe d'actifs ouvre donc une porte intéressante, dès lors que les objectifs définis au travers du KPI retenu sont suffisamment ambitieux et associés à des éléments tangibles quant à leur atteinte.

On peut légitimement se questionner sur la nature même de ces obligations qui se révèle, *a priori*, moins engageante que les instruments "*use of proceeds*". L'émetteur se retrouve néanmoins exposé à un risque tant réputationnel que financier et pourrait voir le marché se refermer s'il ne respectait pas ses engagements, à plus forte raison auprès d'investisseurs ayant eux-mêmes définis des objectifs durables. Aussi, un nouveau standard semble proche d'émerger, les "*Transition Bonds*", des obligations "*use of proceeds*" dédiées à la transition énergétique incluant l'objectif "Net Zero".

Comment a évolué le prix de ces actifs ?

Au fur et à mesure de son développement, le gisement s'est vu progressivement rattacher un *spread*⁽⁹⁾ de taux négatif par rapport aux obligations classiques appelé "Greenium". Sa logique est similaire à une prime de risque. Une obligation verte, sociale ou durable offre un meilleur profil ESG et apporte une garantie ainsi qu'une transparence supplémentaire qui se paie par un rendement légèrement inférieur à celui d'une obligation "traditionnelle" comparable. Ce différentiel peut également s'expliquer par un déséquilibre d'offre et de demande. Même si le nombre et les montants des émissions sont considérables, l'appétit des investisseurs l'est encore davantage et les réglementations poussent en ce sens.

Cette inadéquation a donc pour conséquence de tirer les prix vers le haut. Cet écart se limite cependant à quelques points de base et n'est pas homogène entre les différents segments. Actuellement, il se paie en moyenne 4 points de base, mais s'élève à 6 points pour les "*Green Bonds*"⁽⁷⁾, marché le plus mature. Il semble, en outre, que la catégorie des émissions "*use of proceed*" offre davantage de garanties aux yeux des investisseurs que les KPIs des SLB, puisque ces derniers se révèlent moins fortement impactés.

(6) Source : Natixis, janvier 2022.

(7) Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, avril 2022.

(8) "Net Zero" est un objectif découlant des Accords de Paris qui induit la baisse des émissions anthropiques de gaz à effet de serre dans le but d'approcher un zéro théorique.

(9) Le *spread* désigne l'écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme "sans risque".

Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil en placement ou une recommandation d'investissement.



Doit-on considérer que ce marché est cher ?

Le “Greenium” pourrait effectivement laisser penser que le marché est cher, notamment par rapport aux obligations “traditionnelles” car, sur le principe, il n’y a effectivement pas de différence avec une obligation conventionnelle : le risque reste rattaché à l’émetteur et la nature du projet ou le KPI sélectionné n’influe en rien sur ce paramètre. Toutefois, l’écart de valorisation ne nous semble pas exagéré et reste limité. Il se justifie par une qualité durable supérieure et une visibilité renforcée sur les projets et l’impact sous-jacent que le marché se révèle dorénavant en capacité de valoriser. Malgré la généralisation des investissements durables et des produits ISR, peu de stratégies et d’actifs offrent un tel niveau de transparence.

Par ailleurs, le développement du marché se révèle fortement favorisé par les programmes de soutien économiques mais, surtout, par la réglementation. L’entrée en vigueur de la taxonomie européenne devrait, à ce titre, accroître encore davantage l’intérêt pour la classe d’actifs. Les niveaux de valorisation resteront donc portés par l’appétence et les exigences durables qui pèsent sur les investisseurs. La demande n’est donc pas prête de s’étioiler car la nature de ces obligations semble, pour l’heure, répondre aussi bien à leur besoin qu’aux enjeux environnementaux et sociaux.

Quelle expertise avez-vous développée sur cette classe d’actifs ?

Nous investissons dans cette classe d’actifs depuis 2019 avec la création de notre gamme 4Change et depuis 2020 sur les “Green Bonds”, date à laquelle nous avons lancé notre fonds à impact R-co 4Change Green Bonds, catégorisé SFDR article 9 et labélisé Towards Sustainability. Spécialisé dans les émissions vertes d’entreprises, il offre une exposition à des projets environnementaux alignés avec la taxonomie européenne. Son portefeuille, composé exclusivement d’obligations “*use of proceed*” respectant les principes de l’ICMA, permet un suivi par type de projets et ODD⁽¹⁰⁾, par stratégies thématiques environnementales, ainsi qu’une estimation de son impact consolidé au regard de 4 indicateurs de performance environnementaux (émissions de tonnes de CO₂ évitées, capacités de production d’énergie renouvelable installées, quantité d’énergie renouvelable produite et nombre de m² verts financés). Cette stratégie innove en investissant dans des entreprises internationales offrant une diversité tant sectorielle que géographique, couplée à une approche permettant d’identifier des opportunités d’investissement sur différents profils obligataires (maturité, notation...).

Nous avons aussi développé une expertise sur la thématique du “Net Zero” à travers notre fonds R-co 4Change Net Zero Credit Euro. Sa stratégie d’investissement labélisée ISR vise une réduction de l’intensité carbone du portefeuille entre 5% et 7% par an en moyenne. Ce pilotage de l’intensité carbone implique d’investir dans quelques secteurs stratégiques au sein desquels nous devons nous montrer particulièrement sélectifs. Pour y parvenir, nous sélectionnons des émetteurs qui s’engagent clairement à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre. Le KPI intensité carbone des SLB se révèle donc particulièrement pertinent dans ce cadre, en nous offrant de la visibilité sur les objectifs et la trajectoire amorcée par les sociétés.

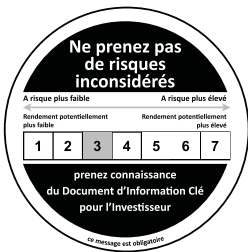
Selon nos expertises, nous favorisons donc le gisement le plus cohérent avec nos ambitions durables. D’ailleurs, dans ce contexte particulièrement favorable aux obligations à vocation durable, l’ensemble de nos stratégies crédit “traditionnelles” en intègrent une part croissante au sein de leurs portefeuilles, en cohérence avec la structure actuelle du marché et notre engagement en faveur de la transition climatique.

(10) Objectif de Développement Durable des Nations Unies.

Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil en placement ou une recommandation d’investissement.



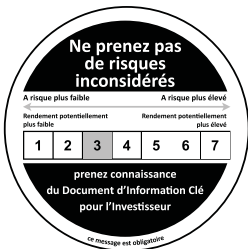
R-co 4Change Green Bonds



Durée de placement recommandée : 3 ans

Le niveau de risque de ce compartiment est de 3 (volatilité comprise entre 2% et 5%) et reflète principalement son positionnement sur les produits de dettes privées libellées en devises internationales tout en ayant une sensibilité comprise entre 0 et +8. Les données historiques utilisées pour le calcul de cet indicateur synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur du compartiment. La catégorie de risque associée au compartiment n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps à la hausse comme à la baisse. La catégorie la plus faible ne signifie pas sans risque. Le compartiment n'est pas garanti en capital. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : risque de crédit, risque de liquidité, impact des techniques telles que des produits dérivés. La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment. Pour de plus amples informations sur le profil de risque et ses principaux contributeurs, merci de vous référer au prospectus.

R-co 4Change Net Zero Credit Euro



Durée de placement recommandée : 3 ans

Le niveau de risque de ce compartiment est de 3 (volatilité comprise entre 2% et 5%) et reflète principalement son positionnement sur les produits de dettes privées libellées en devises internationales tout en ayant une sensibilité comprise entre 0 et +8. Les données historiques utilisées pour le calcul de cet indicateur synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur du compartiment. La catégorie de risque associée au compartiment n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps à la hausse comme à la baisse. La catégorie la plus faible ne signifie pas sans risque. Le compartiment n'est pas garanti en capital. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : risque de crédit, risque de liquidité, impact des techniques telles que des produits dérivés. La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative du compartiment. Pour de plus amples informations sur le profil de risque et ses principaux contributeurs, merci de vous référer au prospectus.

Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques et aux frais, disponibles sur le site Internet de Rothschild & Co Asset Management Europe : am.eu.rothschildandco.com

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe.



Avertissements

Document à caractère publicitaire, simplifié et non contractuel. Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management Europe ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

R-co 4Change Green Bonds est un compartiment de la Société d'Investissement à Capital Variable de droit français "R-co", dont le siège social est 29, avenue de Messine – 75008 Paris, immatriculée 844 443 390 RCS PARIS. Les informations ne présument pas de l'adéquation de l'OPC présenté au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. Rothschild & Co Asset Management Europe ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux. En cas de doute, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. L'Organisme de Placement Collectif (OPC) présenté ci-dessus est organisé selon la loi française, et réglementé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'investissement dans des parts ou actions de

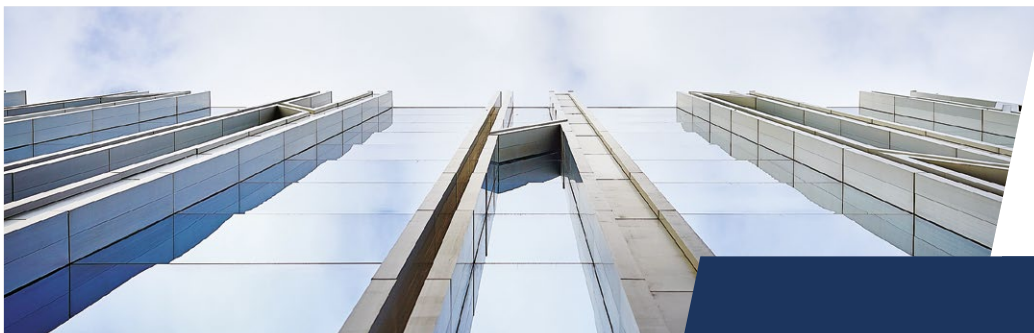
tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC sont enregistrées. Le DICI/prospectus complet est disponible sur notre site Internet : www.am.eu.rothschildandco.com. La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur notre site internet. Les informations présentées ne sont pas destinées à être diffusées et ne constituent en aucun cas une invitation à destination de ressortissants des États-Unis ou de leurs mandataires. Les parts ou actions de l'OPC présenté dans ce document ne sont pas et ne seront pas enregistrées aux États-Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une "U.S. Person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA). Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements et des revenus en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse, et n'est pas garantie. Il est donc possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. Les variations des taux de change peuvent affecter à la hausse comme à la baisse la valeur des investissements et des revenus en découlant, lorsque la devise de référence de l'OPC est différente de la devise de votre pays de résidence. Les OPC dont la politique d'investissement vise plus particulièrement des marchés ou secteurs spécialisés (comme les marchés émergents) sont généralement plus volatils que les fonds plus généralistes et d'allocation diversifiée. Pour un OPC volatil, les fluctuations peuvent être particulièrement importantes, et la valeur de l'investissement peut donc chuter brusquement de façon importante. Les performances présentées ne tiennent pas compte des éventuels frais et commissions perçus lors de la souscription et rachat des parts ou actions de l'OPC concerné. Les portefeuilles, produits ou valeurs présentés sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur, et peut faire l'objet de modifications.

Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites.

À propos de Rothschild & Co Asset Management Europe

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 22 milliards d'euros et regroupons près de 150 collaborateurs. Plus d'informations sur : am.eu.rothschildandco.com



Rejoignez-nous
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes
les informations sur
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management