



AOÛT 2024

Au-delà des obligations vertes

Synthèse

Gestion crédit Euro IG responsable



Dany da Fonseca, CFA
Senior Portfolio
Manager



Vincent Compiègne
Deputy Global Head
of ESG Investments
& Research



Patrick Zeenni, CFA
Head of Investment Grade
& Credit Arbitrage

L'environnement du crédit euro « investment grade » s'enrichit d'une nouvelle réglementation européenne en matière de transparence, de nouveaux types d'obligations dotées de « caractéristiques » responsables, et aussi de nouveaux risques liés à la thématique, constituant autant de défis et opportunités à venir pour l'investissement responsable sur la classe d'actif.

Si, comme nous le prévoyons, cette transparence accrue renforce l'intérêt pour la durabilité sur les marchés obligataires en euros, elle devrait également renforcer la nécessité d'une analyse fondamentale minutieuse et d'une évaluation rigoureuse des risques. Cela devrait présenter des sources de performances supplémentaires pour les gestions "actives".

Une voie durable vers le crédit en euro « investment grade ».



Nous sommes convaincus que les entreprises qui exploitent de manière combinée les opportunités et les défis financiers et ceux liés au développement durable, sont les plus susceptibles de générer de la valeur.

-Wim Van Hyfte, Global Head of ESG Investment & Research

Notre expérience a confirmé que l'analyse ESG doit toujours être accompagnée d'une analyse fondamentale du crédit. Les détails de notre approche évoluent avec les marchés.

Le crédit « investment grade » (IG) est asymétrique, les récompenses allant à ceux qui sont capables de prévoir et d'évaluer les risques, et d'éviter les accidents de crédit. La gouvernance, un facteur extra-financier, est depuis longtemps un indicateur de solvabilité. Nous pensons que d'autres facteurs extra-financiers, y compris les facteurs environnementaux et sociaux, permettent déjà d'identifier les risques à la baisse. (Pour en savoir plus sur la manière dont nous évaluons les activités, voir notre [Politique d'exclusion Candriam](#)).

Les produits d'investissement relevant de l'« Article 9 »¹, par exemple, doivent reposer sur un processus de sélection ESG solide à chaque étape afin d'atteindre des indicateurs clés de performance (ICP) ESG préalablement déclarés, et de reporter

sur ces ICP. Pour ce faire, nous tenons compte de facteurs extra-financiers et excluons certaines sociétés, voire certains secteurs. Il convient de noter que certains labels de durabilité nationaux, tels que le Label français *ISR* et le Label belge *Febelfin*, insistent de plus en plus sur une politique d'exclusion sectorielle.

À en juger par les commentaires soumis lors du Forum annuel de Davos, la trajectoire vers le « net zéro » est susceptible de devenir un risque financier et extra-financier. Nous pensons que l'empreinte carbone d'un portefeuille constitue une étape importante vers une mesure plus concrète du risque financier.

Ce document est une version abrégée du rapport complet de Candriam, intitulé [Au-delà des obligations vertes : un avenir durable pour le crédit IG ?](#) publié en juillet 2024

¹ - Conformément à l'Article 9 du Règlement de l'Union européenne sur les informations à fournir en matière de finance durable (SFDR), ces portefeuilles ont des objectifs distincts en matière de durabilité.

Que peut-on observer dans cet environnement en évolution ?

Les nouveaux instruments, tels que les obligations vertes et les obligations liées au développement durable, offrent non seulement de nouvelles opportunités aux investisseurs durables, mais aussi de nouvelles informations et une plus grande transparence à tous les investisseurs, car les émetteurs communiquent des paramètres de plus en plus utiles s'ils choisissent d'utiliser ces nouveaux formats.

Plus de transparence, plus de complexité, plus de possibilités d'évaluer et de contrôler les risques,

plus de possibilités de gestion active et, surtout, plus de besoins en matière d'analyse fondamentale. Le cadre réglementaire européen est de plus en plus détaillé. Nous pensons que la tâche sera plus facile pour les gestionnaires qui ont déjà mis en place ces méthodologies.

Nous sommes convaincus que les performances financières et extra-financières seront bientôt au premier plan des portefeuilles d'obligations IG en euros.

La voie à suivre.

La transparence par la réglementation

La transparence est un atout pour l'investissement responsable sur les marchés obligataires européens. Plusieurs efforts à long terme menés par les gouvernements, les investisseurs et d'autres acteurs sont en train de porter leurs fruits, notamment en Europe. Plus particulièrement, nous pensons que les exigences de la Directive européenne sur les rapports de durabilité des entreprises (CSRD) en matière de reporting par les entreprises changent la donne. *En 2024, pour la première fois, les sociétés européennes devront rendre compte des indicateurs de durabilité et des actions ESG de manière exhaustive, comparable et vérifiée.* Cela apportera des données complètes, comparables et vérifiables aux investisseurs et autres parties intéressées. Il s'agit de se concentrer sur les données futures plutôt que sur les données passées, en particulier en ce qui concerne les plans de décarbonation prospectifs des sociétés. Ensemble, le CSRD et le SFDR apportent davantage de transparence à l'investissement durable, et permettent un dialogue plus efficace avec

les émetteurs. Cette transparence accrue devrait renforcer l'intérêt pour la durabilité sur les marchés obligataires en euros, elle devrait également renforcer la nécessité d'une analyse fondamentale minutieuse et d'une évaluation rigoureuse des risques.

Il suffit d'observer le secteur financier. Il représente 35 %² de l'indice de référence,³ ce qui nécessite une analyse ESG doublement solide. D'après notre propre analyse fondamentale des entreprises, seuls sept des 17 établissements financiers de notre univers européen sont alignés sur notre évaluation environnementale Candriam.

Les organismes de réglementation du secteur bancaire, en particulier la BCE, insistent sur la nécessité pour les banques de prendre en compte le risque climatique et de faire preuve d'une plus grande transparence sur les entreprises qu'elles financent. Nous pensons que l'introduction d'une « réserve de capital climatique » pour les banques pourrait être à la fois imminente et *importante*.

2 - Source : iBoxx. Le taux de 35,1 % s'applique aux banques et aux compagnies d'assurance, mais exclut l'immobilier. Juin 2024.

3 - D'après l'indice iBoxx EUR Corporates (Total Return), fréquemment utilisé pour définir l'univers du crédit IG corporate européen. Dans ce document, le terme « indice de référence » fait référence à l'indice iBoxx EUR Corporate (Total Return), sauf indication contraire. Toutes les données relatives à l'indice de référence datent de juin 2024.

La transparence au travers de nouveaux formats d'obligations

Le marché de la dette durable (obligations « GSS »), qui comprend les obligations vertes, les obligations sociales, les obligations durables et les obligations indexées sur des critères ESG, est passé de moins de 30 milliards d'euros au niveau mondial en 2015⁴ à 3 300 milliards d'euros en décembre 2023, dont 1 800 milliards d'euros émis par des sociétés européennes. Chez Candriam, nous pensons que ces obligations doivent financer des projets environnementaux ou sociaux cohérents, et la société émettrice doit également être alignée avec notre approche ESG globale. Si l'émetteur principal ne s'engage pas dans une voie durable, cette obligation est *exclue* de nos portefeuilles responsables.

Les obligations GSS apportent aux investisseurs de nouveaux outils qui pourraient renforcer la durabilité de l'ensemble du marché du crédit Euro corporate.

Ces obligations financent des projets spécifiques ayant un impact environnemental ou social positif. Selon les lignes directrices de l'ICMA (International Capital Market Association), d'application volontaire, et bientôt selon les nouvelles normes EuGB (Normes de l'UE en matière d'obligations vertes), les émetteurs s'engagent à respecter quatre principes : l'utilisation des fonds en projets dédiés, la sélection rigoureuse de ces projets, la gestion des fonds et l'établissement de rapports d'impact exhaustifs. L'EuGB prévoit également un label pour les obligations vertes européennes. Pour bénéficier du label, les normes sont obligatoires et non pas facultatives, et doivent faire

l'objet d'un audit.

Les obligations indexées sur un critère ESG sont un format plus récent qui propose un engagement envers la performance durable de l'entreprise dans son ensemble. Si les obligations vertes et sociales canalisent les investissements vers des projets donnés, elles ne constituent pas toujours un engagement à l'échelle de l'entreprise.

L'émetteur définit un ICP et un horizon temporel, également appelé Objectif de performance en matière de durabilité. Si l'émetteur n'atteint pas l'objectif, il paie généralement une majoration de 25 points de base sur le taux d'intérêt du coupon. On peut le voir comme une assurance pour le niveau de risque plus élevé que comporte l'obligation si l'émetteur n'atteint pas son objectif. C'est l'esquisse d'une manière pour le marché obligataire d'évaluer les risques ESG. Nous pensons que les obligations indexées sur un critère ESG favoriseront une prise en compte plus globale des facteurs ESG sur l'ensemble du marché, y compris par les investisseurs non durables. Les obligations liées à la durabilité n'en sont qu'à leurs débuts et manquent de standardisation. Investir dans ces obligations exige un niveau supérieur d'expertise ESG. Il est important que les objectifs soient suffisamment ambitieux.⁵

Compte tenu de ces caractéristiques, il semble judicieux d'inclure un minimum d'obligations vertes dans les portefeuilles crédit.

Quelle mesure d'impact ? Empreinte carbone du portefeuille et bêta carbone du portefeuille

L'empreinte carbone d'un portefeuille mesure non seulement l'empreinte carbone de la stratégie, mais aussi son *risque* carbone, notamment le risque de financement si les investisseurs exigent un taux plus

élevé pour les sociétés à fortes émissions, le risque réputationnel, le risque d'actifs inutilisables et le risque politique et réglementaire, par exemple, la mise en place de taxes sur le carbone.

4 - Candriam, Bloomberg.

5 - En effet, les objectifs insuffisamment clairs ou ambitieux sont un facteur primordial à prendre en compte dans le vote de Candriam sur tous les sujets. Voir le [Rapport sur le vote et l'engagement de Candriam](#).

Les décideurs politiques explorent des stratégies pour limiter les émissions de CO₂, et la tarification du carbone est une approche largement débattue. Le système communautaire d'échange de quotas d'émission (SCEQE-UE), un système de plafonnement et d'échange mis en place en 2005, fixe un plafond d'émissions qui diminue au fil du temps. Les sociétés qui dépassent leur quota doivent acheter des droits supplémentaires aux entreprises qui ont un excédent. En juin 2024, la valeur monétaire était de 66,6 euros par tonne métrique d'équivalent CO₂.⁶ Si les

émissions étaient soudain explicitement imposées à ce prix, quel serait l'impact sur les marges et la qualité de crédit de chaque émetteur ?

Notre analyse montre que pour certains secteurs à forte intensité de carbone et à faible marge, la taxe carbone pourrait dépasser la moitié de l'excédent brut d'exploitation (EBE) moyen. Si cette « taxe » fait partie des coûts d'exploitation, nous avons constaté que 20 sociétés de l'univers d'investissement Euro IG subiraient des baisses d'EBE de plus de 30 % !

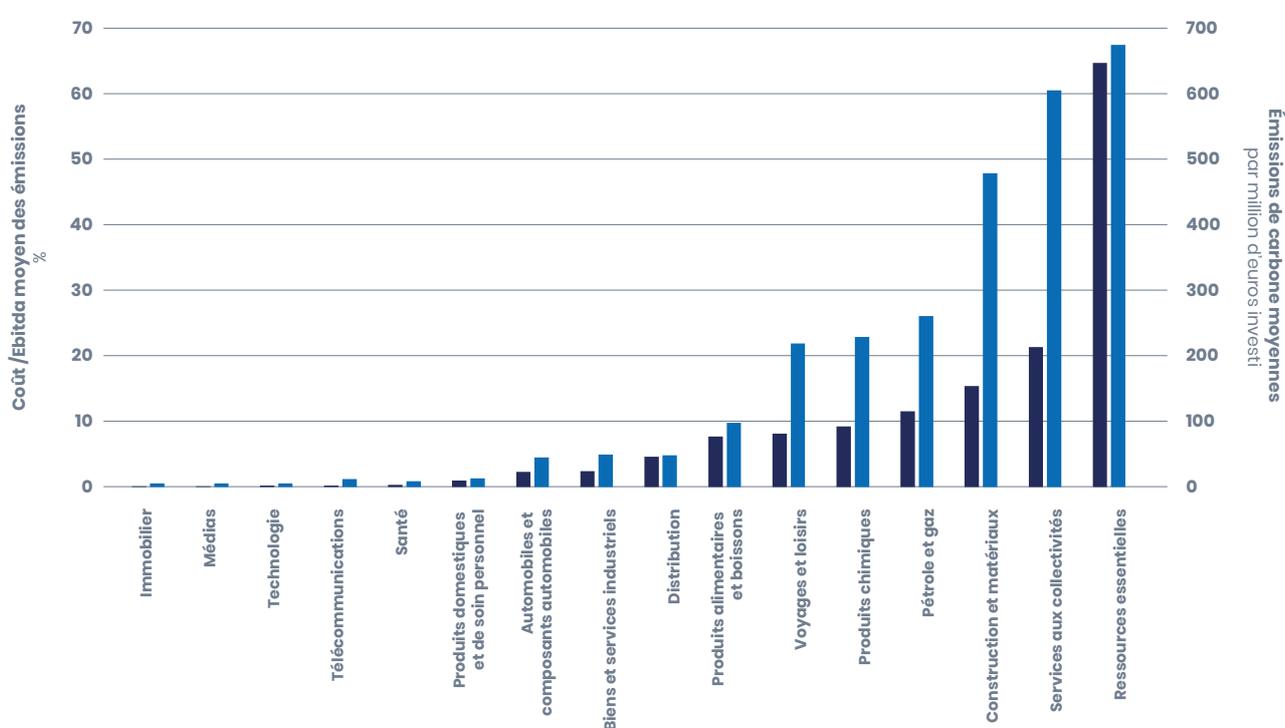
Illustration 1 :

Émissions par secteur

Coût/EBITDA des émissions potentielles (échelle de gauche)

et émissions de carbone par million d'euros de valeur d'entreprise (éch. de droite)

■ Coût/EBITDA moyen des émissions
■ Émissions de carbone moyennes (par million d'euros investi)



Source : Candriam, iBoxx, Trucost, Bloomberg.

Au niveau de l'émetteur, l'analyse du risque carbone d'une entreprise ne doit pas seulement inclure l'empreinte actuelle, mais aussi son positionnement par rapport aux scénarios de référence des Approches de Décarbonation Sectorielles (SDA), qui incluent notamment ses futurs efforts de décarbonation. Parmi les émetteurs dont l'empreinte carbone est médiocre, il existe des différences de stratégies qu'il est important de prendre en considération du point de vue des critères ESG.

Prenons l'exemple des services aux collectivités, qui représentent 11 % de l'indice de référence euro, mais 25 à 30 %⁷ des émissions mondiales de CO₂. Il ne suffit pas d'identifier l'utilisation du charbon ou du gaz. Nous devons savoir comment les dépenses d'investissement sont allouées à l'énergie solaire, à l'énergie éolienne, etc. et *comment* chaque société atteindra ses objectifs à long terme en matière d'émissions et de mix énergétique, sans parler du risque d'actifs échoués.

6 - Juin 2024.

7 - Source : Trucost et Candriam, EPA.

C'est pourquoi nous préférons considérer l'exposition à l'empreinte carbone comme un risque carbone « systémique » et au niveau du portefeuille. À l'échelle du portefeuille, nous pensons que l'empreinte carbone peut donner une bonne approximation du « bêta carbone » d'un portefeuille, c'est-à-dire de la sensibilité de la valeur du portefeuille aux émissions de carbone. Compte tenu des risques financiers associés à la

transition vers la neutralité carbone, **nous recommandons d'attribuer aux portefeuilles durables un objectif de bêta inférieur à la moyenne pour le risque carbone. Nous proposons un bêta carbone cible de 0,7, soit 30 % de moins que le marché du crédit.** Cet objectif s'aligne également sur les seuils fixés par certains des benchmarks du Règlement de l'UE sur les indices de références climatiques.

Relever les défis posés aux gestions responsables

Récemment, les deux principales préoccupations liées à l'investissement durable étaient d'une part le risque d'écoblanchiment (y compris le « socio-blanchiment ») et d'autre part le risque de sous-performance des stratégies responsables par rapport au marché en général. La réglementation en matière de transparence dans l'UE contribue à atténuer le risque d'écoblanchiment. Quid des sujets sur la performance ?

L'une des craintes en matière de performance découle de l'arithmétique implacable selon laquelle investir de manière durable réduit la taille de l'univers d'investissement, généralement de 10 % à 40 %, ce qui pourrait limiter les opportunités de la gestion active.⁸ L'autre préoccupation récurrente est que le niveau de rendement moyen des obligations des entreprises responsables serait potentiellement plus faible – ce que l'on pourrait peut-être appeler une « prime ESG ». Pour Candriam, la différence de spread moyen pondéré entre notre univers responsable et l'ensemble du marché IG est proche de 0 (environ -2 points de base) pour une durée similaire.⁹ Cela signifie qu'à long terme (c'est-à-dire jusqu'à l'échéance) et en supposant le même risque de dégradation ou de défaut entre les deux univers, il n'y a aucune raison pour que notre univers responsable soit moins performant que l'indice de référence iBoxx dans son ensemble.

Si l'on se limite aux obligations vertes et autres du même type, l'univers reste petit par rapport à l'ensemble du marché euro, et ne représente que 16 %. Les investisseurs paient-ils un « greenium » ? En d'autres termes, acceptent-ils des rendements inférieurs pour ces obligations spécialisées ? Les études universitaires ont abouti à des conclusions diverses, mais notre travail montre que tout greenium s'avère modéré.

Par ailleurs, les exclusions sectorielles devenant incontestables dans un univers responsable, la question n'est pas de savoir si elles créent un biais par rapport à l'ensemble du marché, mais quelle est l'ampleur de ce biais. Nous avons examiné les corrélations entre les performances sectorielles des actions et des obligations, en utilisant les cours des actions de l'Eurostoxx 600, et les corrélations entre les spreads sectoriels au sein des obligations de l'iBoxx Eur corporate. In fine, dans l'univers du crédit Euro Investment Grade, les exclusions sectorielles tout de même moins de biais, tels que mesurés par la tracking-error, que dans le cas des actions, et la différence est flagrante.

Ceux qui s'intéressent à ce sujet trouveront des détails complémentaires dans notre rapport complet, intitulé [Au-delà des obligations vertes : un avenir durable pour le crédit IG ?](#)

⁸ - Source : Label ISR, Peers flagships, Lignes directrices finales de l'Autorité européenne des marchés financiers sur les dénominations de fonds.
⁹ - Candriam, Bloomberg.

Le processus d'analyse de durabilité de Candriam

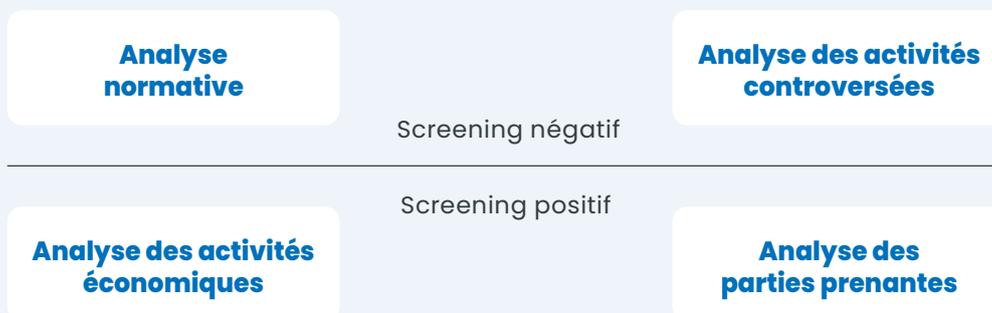
Nous analysons chaque émetteur et chaque émission avant de les inclure dans un portefeuille. Pour tous les portefeuilles, cela intègre la prise en compte, à un certain degré, de facteurs ESG. Pour les portefeuilles responsables, le processus est plus approfondi. L'analyse ESG doit toujours être accompagnée d'une analyse crédit fondamentale.

Notre combinaison d'analyses positives et négatives nous permet toujours d'identifier les opportunités de croissance susceptibles d'améliorer les flux de trésorerie, ainsi que les risques susceptibles de nuire à la solvabilité

future ou même le risque d'actifs échoués.

Le niveau de sophistication a beaucoup évolué depuis que Candriam a créé son équipe d'analyse ESG en 2005.¹⁰ À l'instar de nombreux autres investisseurs, nous travaillons sans relâche pour améliorer la disponibilité et la transparence des informations extra-financières pertinentes pour l'investissement. Nous améliorons en permanence notre approche analytique dans un objectif de transparence accrue, et pour répondre aux besoins des clients et aux évolutions des organismes de réglementation.

Notre processus repose sur quatre piliers :



Plus de détails sont disponibles dans nos [Codes de transparence](#).

Au fil du temps, nous espérons que les classifications européennes du SFDR fourniront des définitions plus harmonisées à l'échelle internationale, mais pour l'instant, la classification est soumise à l'interprétation de chaque gestionnaire d'actifs.

Les principaux risques de la stratégie d'obligations européennes IG responsables sont les suivants :

- **Risque de perte en capital :**

L'investisseur ne bénéficie d'aucune garantie sur le capital investi dans la stratégie concernée; il est possible que le capital investi ne soit pas intégralement restitué.

- **Risque lié à l'investissement ESG :**

Les objectifs extra-financiers présentés dans ce document

reposent sur la réalisation d'hypothèses émises par Candriam. Ces hypothèses sont émises selon des modèles de notation ESG propres à Candriam, dont la mise en œuvre nécessite l'accès à diverses données quantitatives et qualitatives, en fonction du secteur et des activités exactes d'une entreprise donnée. La disponibilité, la qualité et la fiabilité de ces données peuvent varier, et donc impacter les notes ESG de Candriam. Pour plus d'informations sur le risque lié à l'investissement ESG, se reporter aux documents réglementaires.

10 - L'année suivante, en 2006, Candriam est devenue l'un des signataires fondateurs des Principes de l'Investissement Responsable de l'ONU.

Conclusion : Une performance durable ?

La transparence croissante, en particulier dans l'UE, nous permet de plus en plus de mesurer la performance extra-financière d'un portefeuille, tout comme sa performance financière. Cela englobe l'offre croissante d'instruments *spécifiques à l'univers obligataire*¹¹ (telles que les obligations vertes, sociales et responsables). L'empreinte carbone devient un indicateur fiable des risques liés à la transition. Parmi ces derniers figurent l'impact des objectifs de décarbonation fixés par les principaux investisseurs européens en matière de crédit (tels que la BCE et les établissements financiers qui sont engagés dans une trajectoire net zéro).

Notre société, et donc notre économie et nos marchés financiers, sont confrontés à des défis majeurs tels que le changement climatique, le vieillissement de

la population, la pénurie de ressources, la salubrité alimentaire, la disponibilité de l'eau, entre autres. Les marchés financiers sont un élément clé du financement des solutions. Parce que *l'investisseur responsable* est, et sera la clé pour répondre à ces défis sociétaux qui menacent notre économie, il est tout aussi fondamental de veiller à maximiser sa performance ajustée du risque. Comment cet impératif s'applique-t-il aux portefeuilles responsables sur l'Euro Investment Grade ?

Nous pensons que les stratégies responsables dans le domaine du crédit euro « investment grade » peuvent à la fois avoir des bénéfices sociétaux et améliorer la performance financière.

Nous sommes prêts à être jugés sur ces deux critères.

¹¹ - Les capitaux propres sont émis une seule fois. Il est difficile de les modifier (statuts, etc.) et les augmentations de la valeur des capitaux propres ne génèrent pas de nouvelles liquidités pour l'entreprise. Les nouvelles émissions de capitaux propres sont rares. Les obligations arrivent à échéance et de nouvelles obligations financent la croissance. De nouvelles obligations peuvent être émises dans de nouveaux formats.



Ce document est publié à des fins indicatives et pédagogiques uniquement et peut contenir l'avis de Candriam ainsi que des informations exclusives. Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en matière d'investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et les sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues *a priori*. Candriam ne saurait être tenue responsable des dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment et le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.