



Principaux résultats | CROSS ASSET Investment Strategy

Investissement responsable et marchés obligataires : principaux résultats

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Investissement responsable et performance : la question obligataire

À mesure que les investisseurs intègrent l'ESG dans leurs portefeuilles actions et obligataires, il est important pour Amundi, en tant qu'investisseur responsable de premier plan, d'acquérir une solide connaissance des nombreuses facettes de l'ESG et de ses impacts sur les différentes classes d'actifs. L'ESG est donc une priorité majeure pour les équipes de recherche d'Amundi.

Nous avons publié en 2018 un article fondateur explorant l'impact de l'investissement ESG sur le prix des actifs des marchés actions sur la période 2010-2017. Plus récemment, nous avons actualisé cette étude en étendant la période d'analyse jusqu'au

mois de juin 2019. Les résultats montrent que les investisseurs ESG passifs et actifs ont été pénalisés entre 2010 et 2013, alors que l'investissement ESG a été une source de surperformance à partir de 2014 sur le marché des actions, au point de devenir une stratégie de beta sur la zone Euro.

Nous abordons maintenant la question de l'impact de l'investissement ESG dans la gestion obligataire, un domaine qui reste peu exploré par le monde académique et les professionnels. Notre étude montre que la performance de l'investissement ESG s'est accrue au cours du temps sur les marchés des obligations d'entreprise entre 2010 et 2019.



“En tant que gestionnaire d'actifs socialement responsable, il est de notre devoir de suivre de manière permanente les dynamiques de l'investissement responsable, pour être sûrs de rester à l'avant-garde de celui-ci. L'année dernière nous avons étudié le marché des actions. Cette année, nous mettons à jour cette étude et abordons le cas des obligations d'entreprise. Notre objectif est de couvrir l'ensemble des classes d'actifs traditionnelles.”

Thierry Roncalli, Responsable de la Recherche Quantitative

Depuis 2014, le rendement d'une stratégie *acheteuse/vendeuse* entre les 20 % d'obligations les mieux notées et les 20 % d'obligations les plus mal notées est positif pour les obligations Investment Grade (IG) libellées en euro, si nous considérons le score global ESG. Ce résultat reste valable pour chacun des trois piliers (Environnement, Social et Gouvernance). Si nous contrôlons l'erreur de réplcation par rapport à l'indice de référence, nous obtenons des résultats similaires. La performance des portefeuilles tiltés ESG a été négative avant 2014, tandis que l'intégration des critères ESG a généré de l'alpha depuis 2014.

Pour les obligations IG libellées en dollar, les résultats sont plus décevants en valeur absolue, mais la tendance entre ESG et performance est positive. En fait, l'investissement ESG a généré de la sous-performance entre 2010 et 2019 si l'on considère la stratégie *acheteuse/vendeuse* ainsi que les

portefeuilles optimisés par rapport à un indice de référence. Néanmoins, nous remarquons que la sous-performance marquée sur la période 2010-2013 s'est fortement réduite au cours des dernières années.

L'étude montre aussi l'impact positif de l'ESG sur le coût du capital des émetteurs. Ainsi, si on neutralise la qualité du risque de crédit, nous estimons la différence théorique du coût de la dette à 31 points de base entre les entreprises les moins bien notées et celles les mieux notées pour les obligations d'entreprise IG libellées en euro. Pour ce qui est des obligations d'entreprise IG libellées en dollar, la différence est plus faible mais reste significative à 15 pbs. Ces résultats sont importants car l'investissement ESG et le financement ESG sont les deux faces d'une même pièce. Pour que l'ESG ait un véritable impact sur les problèmes environnementaux et sociaux, il doit être un pari gagnant tant pour les investisseurs que pour les émetteurs.

L'ESG sur le marché obligataire : une stratégie pas si simple ?

Sur le marché des actions, la prise en compte de l'ESG est une stratégie naturelle pour les investisseurs recherchant un risque extra-financier plus faible, qui complète et améliore l'analyse traditionnelle et les processus de sélection de titres. Ainsi, la notation Gouvernance est une métrique utile pour réduire le risque de réputation. Ceci est particulièrement le cas pour les investisseurs de long terme qui sont à la pointe de la prise en compte des critères ESG sur le marché des actions. Pour les obligations, la situation est un peu plus compliquée. Il est vrai que les investisseurs ESG semblent moins avancés dans la gestion de leurs portefeuilles obligataires. Dans l'univers des obligations souveraines par exemple, les filtres ESG peuvent conduire à des exclusions ou à des sous-pondérations significatives qui impactent la liquidité du portefeuille.

Voici quelques raisons qui justifient la moindre appétence à l'intégration des critères ESG par les gérants obligataires :

- Les agences de crédit communiquent de plus en plus sur le fait qu'elles prennent déjà en compte les risques ESG dans leurs systèmes de notation.
- Les processus de sélection d'obligations sont principalement construits autour de trois facteurs : la durée, le spread de crédit et la liquidité. Prendre en compte les critères ESG dans un portefeuille obligataire IG totalement diversifié laisse moins de place à la prise en compte d'autres risques.
- Les problèmes de liquidité sont plus présents dans l'univers obligataire que dans l'univers des actions, ce qui rend difficile le rebalancement des portefeuilles gérés activement en utilisant des signaux ESG.

- Les objectifs et l'horizon temporel d'un détenteur d'obligations sont différents de ceux d'un détenteur d'actions : connaissant ex-ante le rendement de la dette, son principal objectif est alors de minimiser le risque de défaut pendant la durée de maturité du titre. C'est pourquoi un actionnaire est plus sensible aux risques ESG qu'un détenteur d'obligations.

Pour ces différentes raisons, nous remarquons que la prise en compte des critères ESG en gestion obligataire n'est pas tant liée à la construction d'une gestion intégrée de l'ensemble du portefeuille qu'à compléter le portefeuille existant avec des investissements ESG, comme par exemple les obligations vertes ("green bonds") ou les obligations socialement responsables ("social bonds"). Pour qu'une réelle rupture ESG soit observée en gestion obligataire, il est nécessaire d'observer des déséquilibres offre/demande au sein même des marchés de taux traditionnels, et pas seulement sur ces obligations spécifiquement ESG.

Principal résultat : une vraie divergence transatlantique

En utilisant les mêmes méthodes que pour nos recherches précédentes sur le marché des actions, nous avons étudié les impacts d'un filtre ESG sur l'univers Investment Grade et obtenu les résultats suivants :

- Pour les obligations d'entreprise IG libellées en euro, les résultats reflètent fidèlement ceux trouvés pour les marchés actions :
 - Entre 2010 et 2019, les obligations ESG les mieux notées selon leurs scores ESG ont surperformé les obligations ESG les moins bien notées, la période 2014-2019 étant beaucoup plus favorable que la période 2010-2013. À titre d'exemple, acheter les 20 % d'obligations les mieux notées et vendre les 20 % d'obligations les plus mal notées aurait généré un excès de rendement annualisé de 37 pbs entre 2014 et 2019.
 - Optimiser un indice obligataire avec un tilt ESG aurait généré une sous-performance sur la période 2010-2013, mais une surperformance sur la période 2014-2019. Par exemple, un portefeuille tilté avec 25 pbs d'erreur de réplication aurait généré un excès de rendement annualisé de +3 pbs entre 2014 et 2019.



“Contrairement à une idée répandue, l’investissement ESG dans les obligations IG euro peut générer de la performance. Dans le cas des obligations IG en dollar, l’investissement ESG est pénalisé, mais on commence à voir le bout du tunnel, les coûts liés à l’investissement ESG ayant fortement baissé au cours de ces dernières années.”

Alban de Faÿ,
Responsable des Processus ISR
pour la Gestion Obligataire

- Le critère Social a été le pilier gagnant sur la période 2014-2019.

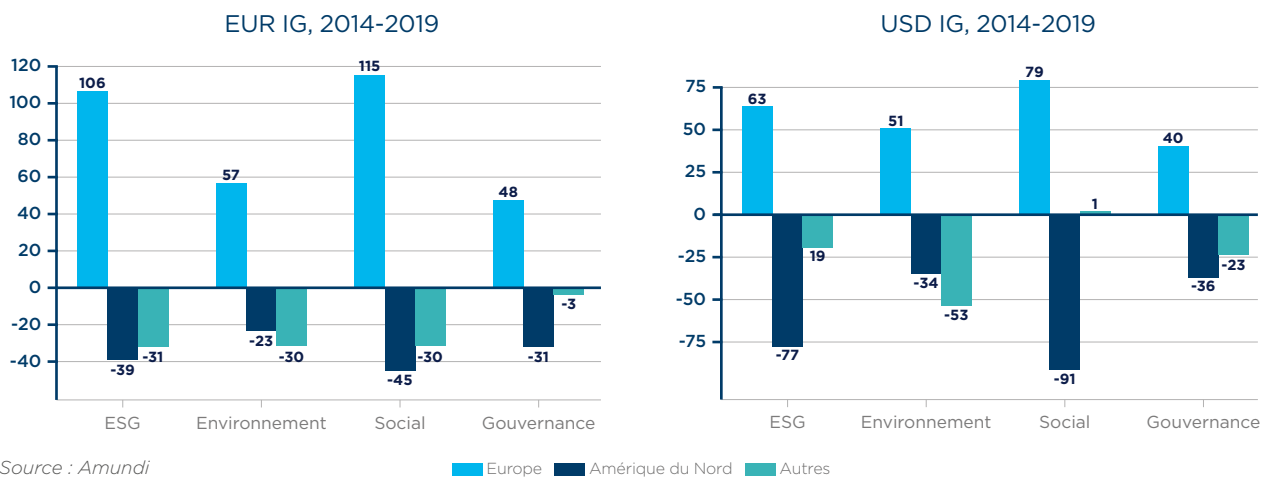
Excès de rendement crédit annualisé en pbs (IG, 2014-2019)

	Stratégie acheteuse/vendeuse				Portefeuille tilté (TE = 25 pbs)			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
EUR IG	37	4	42	15	3	4	9	-3
USD IG	-32	-36	-12	-19	-9	-10	0	-12

- Pour les obligations d'entreprise IG libellées en dollar, on remarque que les résultats sont plus négatifs tant pour la stratégie *acheteuse/vendeuse* que pour la stratégie d'optimisation par rapport à un indice de référence. Notamment, nous n'observons pas de relation positive entre la notation ESG et la performance. Par exemple, les chiffres précédents pour les deux stratégies deviennent respectivement -32 pbs et -9 pbs pour les obligations IG libellées en dollar, contre +37 pbs et +3 pbs pour les obligations IG libellées en euro. On note cependant une très nette amélioration des résultats de l'investissement ESG entre 2014 et 2019 par rapport à la période précédente 2010-2013.

Ces résultats semblent indiquer que la devise (euro contre dollar) constitue un facteur important lors de l'implémentation de l'investissement ESG. Cependant, on pourrait se demander si cette divergence provient réellement de la devise des obligations émises ou si elle est liée à la zone géographique. Par exemple, une obligation libellée en euro peut être émise par une entreprise européenne, mais aussi par une entreprise implantée en dehors de l'Europe. Ainsi, si l'on considère la stratégie *acheteuse/vendeuse* entre les obligations les mieux notées et celles les moins bien notées, notre étude montre que l'Europe a une contribution systématiquement positive tandis que l'Amérique du Nord a une contribution systématiquement négative, quelle que soit la devise. Et nous obtenons des résultats similaires pour les portefeuilles optimisés. Ainsi la fracture transatlantique montre que l'investissement ESG est source de surperformance pour les obligations IG d'émetteurs européens, mais source de sous-performance pour les obligations IG d'émetteurs d'Amérique du Nord.

Contribution de chaque région en pbs à la stratégie *acheteuse/vendeuse*



Investissement ESG et financement ESG : les deux faces d'une même pièce

L'étude montre que les notations ESG et les notations de crédit sont positivement corrélées. Afin d'identifier les effets marginaux de l'ESG, nous avons donc développé un modèle de valorisation crédit-ESG intégré. Nous montrons que l'ESG impacte le coût du capital de manière positive : les émetteurs ayant des notations ESG plus élevées ont un plus faible coût du capital que ceux ayant des notations ESG plus faibles, alors qu'ils ont une notation de crédit équivalente. Ainsi, le surcoût de financement entre l'entreprise la plus mal notée et celle la mieux notée atteint respectivement 31 pbs et 15 pbs pour une obligation IG libellée en euro et une obligation libellée en dollar sur la période 2014-2019 après avoir contrôlé le risque de crédit, le risque de secteur et le risque de durée.

Si l'on considère un exemple théorique moins extrême, par exemple un portefeuille crédit diversifié intégrant les critères ESG, la différence de spread de crédit est entre 3 et 8 pbs pour l'IG euro et moitié moins pour l'IG dollar. Ces résultats sont importants car ils montrent que l'ESG ne concerne pas seulement le côté investissement mais aussi le côté financement. Les émetteurs obligataires doivent prendre en compte ces résultats d'autant plus que l'ESG va massivement impacter l'univers obligataire dans les années à venir.

Investissement ESG & investissement obligataire : à quoi s'attendre

En tant qu'investisseur responsable, Amundi observe de manière attentive les dynamiques de l'investissement ESG afin de comprendre comment celui-ci impacte la valorisation des actifs financiers et comment mieux répondre aux attentes de nos clients. Cette étude fournit une explication du comportement du marché dans le passé. Avant de se tourner vers l'avenir, cette étude était nécessaire pour construire les relations de référence et fournir les premiers éléments permettant d'anticiper les tendances futures.

Points clés

Maintenant que les investisseurs abordent ces nouveaux territoires ESG, il est important de comprendre les implications à venir. En se projetant au-delà de cette étude, voici nos principales convictions que nous avons pour le futur :

- 1** Nous avons franchi le Rubicon : la relation positive entre ESG et performance sur la période 2014-2019 montre que l'ESG s'est matérialisé au point de devenir un facteur de risque. C'est pourquoi l'ESG doit maintenant être considéré dans la prise de décisions d'investissement.
- 2** Les critères ESG sont de plus en plus intégrés dans les méthodologies de notation de crédit. En conséquence, ces critères ESG ont un impact croissant sur la valorisation des instruments obligataires et l'on observe des liens étroits entre ESG et notation crédit.
- 3** Pour mettre en valeur l'apport de la recherche sur l'ensemble du cycle d'investissement, l'intégration de l'ESG signifie (a) d'être capable d'expliquer clairement les méthodologies de notation ESG, (b) d'articuler les notations ESG au sein de l'analyse crédit, (c) d'élaborer des évaluations d'impact de l'ESG sur la qualité du crédit et (d) de partager ces éléments avec les investisseurs.
- 4** L'intégration de l'ESG est maintenant répandue et considérée par les investisseurs à la fois comme un facteur de performance et un facteur d'impact sur ses trois piliers (E, S, et G). L'intégration ESG ne doit donc pas se limiter à la seule analyse crédit. Les politiques d'investissement doivent intégrer un objectif de notation ESG s'appuyant sur une approche globale intégrant les trois piliers E, S et G. L'objectif le plus évident dans ce domaine est d'obtenir une meilleure notation ESG du portefeuille que celle de l'indice de référence, complétée par une politique d'exclusion au sein de chacun des piliers.
- 5** Lors de la sélection des gérants, les investisseurs analysent de plus en plus la capacité de générer de la performance financière et de montrer un impact ESG positif. Ainsi, l'intégration de l'ESG est devenu un sujet de responsabilité fiduciaire à la fois pour les gérants d'actifs et les investisseurs.



“En matière d'investissement ESG, nous avons atteint un point de non-retour. L'intégration de l'ESG est maintenant un sujet de responsabilité fiduciaire à la fois pour les gérants d'actifs et les investisseurs.”

Eric Brard, Directeur des Métiers Taux et Crédit



[Cliquez ici pour lire l'intégralité de l'article en ligne](#)



Ce matériel n'est pas réputé avoir été communiqué ou utilisé par une personne, un investisseur qualifié ou non, d'un pays ou d'une juridiction dont les lois ou règlements interdiraient la communication ou l'utilisation. Les investisseurs potentiels doivent examiner si les risques attachés à un investissement sont adaptés à leur situation, et doivent également s'assurer qu'ils comprennent l'intégralité du contenu du présent document. En cas de doute, il est recommandé de consulter un conseiller professionnel afin de déterminer si un investissement est approprié. La valeur et les revenus d'un investissement sont susceptibles de varier à la hausse comme à la baisse. Les stratégies n'offrent aucune garantie de performance. En outre, les performances passées ne sont ni une assurance, ni un indicateur fiable des rendements futurs. Les performances données ne tiennent pas compte des commissions et coûts encourus lors de l'émission ou le rachat d'actions. Chaque investisseur doit déterminer si les risques propres à un investissement sont compatibles avec son objectif d'investissement et doivent assurer qu'ils comprennent parfaitement le contenu de ce document. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre d'achat, un conseil en investissement ou une sollicitation de vente de produit. Ce document ne constitue ni un contrat ni un engagement d'aucune sorte.

Ce document n'a pas été rédigé en conformité avec les exigences réglementaires visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière ou de la recherche en investissement. Amundi Asset Management n'est donc pas liée par l'interdiction de conclure des transactions sur les instruments financiers mentionnés dans le présent document. Les projections, évaluations et analyses statistiques présentes sont fournies pour aider le bénéficiaire à l'évaluation des problématiques décrites aux présentes. Ces projections, évaluations et analyses peuvent être fondées sur des évaluations et des hypothèses subjectives et peuvent utiliser une méthode parmi d'autres méthodes qui produisent des résultats différents. En conséquence, de telles projections, évaluations et analyses statistiques ne doivent pas être ni considérées comme des faits ni comme une prédiction précise d'événements futurs. L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations, prévisions et analyses fournies ne sont pas garanties. Elles sont établies sur des sources considérées comme fiables et peuvent être modifiées sans préavis. Les informations et prévisions sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché constatées à un moment précis et sont susceptibles d'évolution. Amundi Asset Management n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi Asset Management ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. MSCI ne parraine pas, n'endosse pas et ne fait pas la promotion des fonds ou des titres mentionnés aux présentes, et MSCI n'assume par ailleurs aucune responsabilité à l'égard de ces fonds, de ces titres ou de tout indice sur lequel se fondent ces fonds ou ces titres.

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à fin janvier 2020, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Document produit par Amundi Asset Management, Société par actions Simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605 euros - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com - Crédit photo: Istock - Composition : Art6.