

Éditorial : *Avant la Tempête*

Économie : *Retour vers l'assouplissement monétaire*

Obligations : *Ne pas ignorer le message des taux d'intérêt*

Actions : *Les marchés résistent, persistent et signent.*

Grand Angle : *Les obligations vertes*



Avant la Tempête

Éditorial

Le ralentissement économique se précise dans tous les pays, dans le contexte notamment d'une forte baisse du commerce international due aux hausses de tarifs douaniers et de sanctions diverses contre certains pays, mais aussi d'une baisse significative des investissements due aux incertitudes liées à l'orientation future incertaine du cycle économique. Seule la consommation semble aujourd'hui capable de maintenir les croissances économiques à un niveau certes faible mais positif.

Cette détérioration des fondements économiques ne semble, pour l'instant, pas affecter les marchés des capitaux qui sont, souvent, soutenus par des politiques monétaires excessivement expansionnistes. Alors qu'en temps normaux, il appartient à la politique budgétaire et fiscale de soutenir le cycle économique, cette tâche revient de nos jours à la politique monétaire, ce qui ne devrait pas

être son rôle. Dans l'état actuel des politiques, on devrait donc s'attendre à ce que les Banques centrales restent sur une dynamique expansionniste avec des taux d'intérêt qui pourraient rester négatifs pendant des années, et des rachats de titres qui gonflent leurs bilans, sans que l'efficacité d'une telle politique ait été démontrée dans le passé.

Nos politiques d'investissement étant principalement basées sur des approches fondamentales, nous restons aujourd'hui très prudents dans nos investissements. Il est possible que les marchés entrent dans une nouvelle tempête dans les mois à venir, ramenant leurs évaluations à des niveaux plus conformes aux perspectives économiques.

Dr Yves WAGNER
Directeur BCEE Asset Management

Retour vers l'assouplissement monétaire

Ce dernier trimestre, les marchés financiers n'ont cessé d'être dominés par des thématiques de nature politique. La principale épine dans le pied des investisseurs reste la querelle commerciale que se livrent les États-Unis et la Chine, qui paraît s'enliser plus qu'elle ne se délie. Il n'empêche que l'économie mondiale tient le coup pour l'instant, comme on le constate à l'analyse des derniers chiffres de croissance trimestrielle, particulièrement grâce à la consommation interne. De leur côté, les banques centrales semblent satisfaire les attentes des marchés en arrêtant des politiques de resserrement monétaire qui laissent la place à des baisses progressives des taux d'intérêts directeurs. Enfin, c'est l'Argentine qui retient notre attention pour clôturer la partie économique : l'agitation politique plonge le pays dans une profonde crise monétaire et financière.

La consommation, dernier rempart de l'économie

Au deuxième trimestre, la croissance économique américaine reste robuste. Elle est notamment poussée par la consommation domestique et les dépenses publiques, mais ralentie par l'investissement privé et les exportations.

Cela révèle combien les tensions commerciales inquiètent. En effet, la perturbation des flux dans le commerce international rend les entreprises plus réticentes à se lancer dans de nouveaux investissements, et cela se traduit dans les indices de sentiment du secteur industriel qui empruntent une pente descendante depuis la fin de l'année 2018.

Toutefois, il apparaît tout à fait raisonnable de se montrer optimiste à l'égard de la force de l'économie américaine pour le reste de l'année. Le taux de chômage s'inscrit à un niveau historiquement faible (3,7%), les salaires progressent de façon continue et l'inflation se maintient à un niveau atone. C'est pourquoi nous pensons que la consommation devrait continuer d'être le moteur de l'économie.

Du côté de la zone euro, la croissance économique s'amenuise progressivement depuis la seconde moitié de l'année 2018. En effet, la croissance du bloc monétaire est passée d'une moyenne de 2,3% en termes annuels à un rythme de 1,1% à l'issue du deuxième trimestre de l'année 2019. À l'échelle de l'Union européenne (UE), les pays de l'Est continuent de se démarquer. La croissance moyenne des pays baltes a atteint 3,5% en termes annuels, alors que le taux de croissance d'autres pays comme la Hongrie, la Pologne et la Roumanie a dépassé la barre des 4%. Les pays nordiques, à l'image des Pays-Bas, du Danemark ou de la Finlande, tirent également leur épingle du jeu.

En revanche, dans les grandes économies, le tableau est plus mitigé. La France s'en tire plutôt bien car elle est moins exposée au secteur industriel qui essuie les plâtres des tensions commerciales. En Allemagne, la croissance à l'issue du deuxième trimestre a replongé en territoire négatif par rapport au premier trimestre de l'année, à -0,1% plus précisément. Tout comme aux États-Unis, c'est la demande interne qui s'est révélée être l'acteur principal de cette croissance, alors que les exportations la font reculer.

Pour boucler la boucle, la Chine : directement dans le collimateur des États-Unis, elle écope des tarifs douaniers imposés par le président Trump tout en continuant de connaître une croissance économique qui s'affiche au-delà de la barre critique de 6%, ce qui représente la limite basse de l'objectif de croissance fixé par le gouvernement en début d'année (6% - 6,5%). Au deuxième trimestre, le taux de croissance du pays s'est inscrit à 6,2% sur base annuelle, après avoir atteint 6,4% le trimestre précédent. En revanche, les réserves que nous avons exprimées sur l'état de santé de l'économie chinoise restent d'actualité. Dans les faits, la Chine ne crée pas la surprise car comme dans le reste du monde, le secteur industriel continue de décevoir, et la production industrielle s'affiche en-dessous des attentes. Sans compter que la Chine devrait avoir du mal à stopper l'hémorragie en matière d'exode des entreprises manufacturières qui veulent éviter le pire pour leur bilan à force de faire les frais des tarifs douaniers. En effet, un grand nombre d'entre elles choisiraient de délocaliser leurs activités vers le Sud-Est asiatique pour s'implanter au Vietnam, à l'instar d'un certain nombre d'entreprises productrices d'équipements électriques et électroniques. Outre le refuge que ce pays représente du fait de pouvoir échapper aux droits de douane, il présente l'avantage, d'un point de vue logistique, de partager une frontière avec la Chine.

Les banques centrales : mieux vaut prévenir que guérir.

Si l'on compare la situation à l'issue de ce trimestre par rapport au précédent, la différence clé se manifeste par le retour en fanfare des banques centrales sur la scène économique.

Rétropédalons : l'année 2018 a été marquée par un discours de « normalisation » de la politique monétaire aux États-Unis et au sein de la Zone euro. À cet effet, il était prévu que la Réserve fédérale (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) haussent leur taux d'intérêts directeurs et réduisent progressivement les actifs présents dans leur bilan à des niveaux plus « conventionnels » en

vue de se créer une certaine marge de manœuvre en cas de retournement économique.

Il s'avère que le récit de normalisation n'a pas tenu. Alors que beaucoup d'analystes préoyaient plusieurs hausses de taux en début d'année 2019, la faiblesse persistante de l'inflation, ainsi que les doutes nés des tensions commerciales, ont poussé les banques centrales à changer complètement de discours. Ainsi, après un cycle de hausse de taux qui a duré de décembre 2015 à décembre 2018, la Fed a procédé à deux baisses de taux de 25 points de base. D'ailleurs, la tendance reflète que le prochain mouvement de taux, s'il survient, sera orienté à la baisse.

C'est parce qu'elles ont anticipé une baisse des taux directeurs aux États-Unis qu'un grand nombre de banques centrales à l'échelle mondiale ont procédé à une baisse de leurs taux d'intérêts directeurs dès le mois de juin.

Un certain nombre d'économistes ont vu d'un mauvais œil cette baisse de taux opérée par la Fed, la jugeant sans fondement économique et dont le seul effet serait de venir en soutien des marchés financiers : à quoi bon baisser les taux directeurs alors que la croissance économique des deux premiers trimestres de l'année a été de 3% puis de 2% ? Cette démarche peut se comprendre si on l'envisage sous l'angle de la volonté de prévention, le but étant d'éviter une trop forte volatilité de l'activité économique

causée par l'incertitude politique. De plus, sachant que la politique monétaire affecte généralement l'économie réelle avec plusieurs mois de retard, il aurait été contreproductif d'attendre que l'économie se détériore significativement avant d'agir. Aussi, les signes avant-coureurs représentent une justification suffisante pour rendre la politique monétaire plus conciliante. L'idée derrière cette baisse de taux est donc davantage une volonté de garder des conditions financières accommodantes et d'éviter que celles-ci se resserrent suite à une volatilité accrue des marchés financiers.

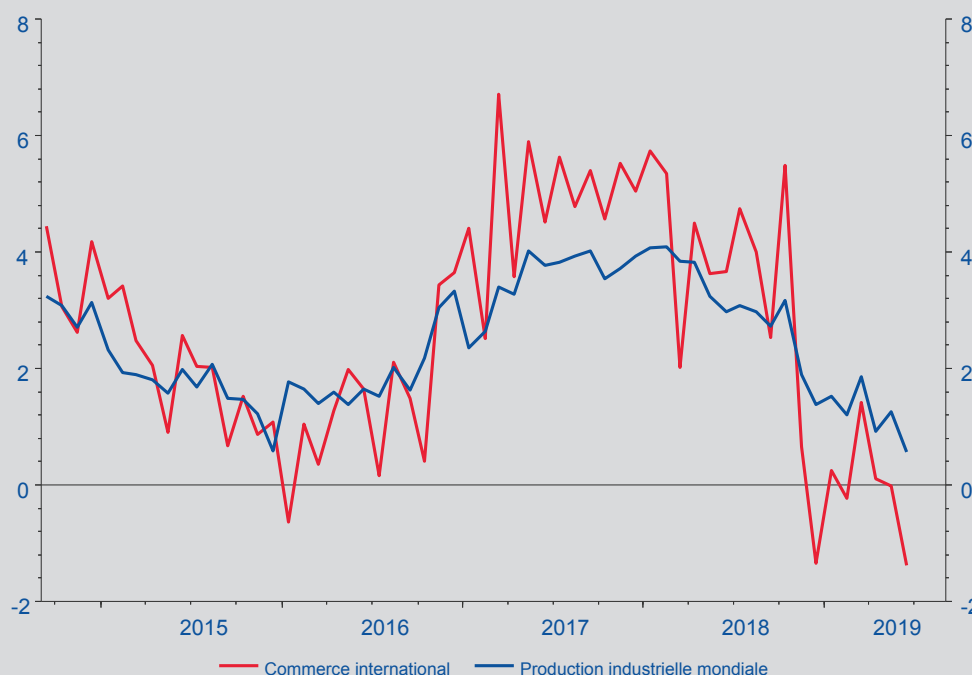
Par conséquent, cette attitude démontre que les banques centrales ne badinent pas avec cette épée de Damoclès qu'est la guerre commerciale, et qui représente une menace pour la croissance économique mondiale.

Quant à elle, la BCE, ne disposant pas des marges de manœuvre nécessaires en termes de baisses de taux d'intérêts, a réintroduit une série de mesures non conventionnelles. Parmi elles figurent :

- une relance des rachats d'actifs nets sous un nouveau programme de Quantitative Easing (QE) : la BCE achètera pour 20 milliards d'euros d'obligations gouvernementales et privées jusqu'à « peu avant » la prochaine hausse de taux ;

COMMERCE INTERNATIONAL ET PRODUCTION INDUSTRIELLE

(Taux de croissance annuel de la moyenne mobile sur 3 mois)



Source: Refinitiv Datastream

LE MONDE ÉMERGENT

L'Argentine dans la tourmente politique

- une baisse du taux de dépôts de 0,10 point de pourcentage (de -0,4% à -0,5%) ;
- un système de paliers (tiering) pour que les banques commerciales, qui déposent leurs réserves excédentaires auprès de la BCE, n'aient plus à la rémunérer pour ces dépôts en raison des taux négatifs ;
- une extension du programme de TLTRO qui permet aux banques de se financer à des taux préférentiels ;
- l'abandon de la référence calendaire dans les indications prospectives (forward guidance) : les taux resteront aux niveaux actuels tant que l'inflation ne converge pas de manière « robuste » vers l'objectif de 2%.

Pourquoi la BCE a-t-elle réintroduit une panoplie de mesures ? Le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) accorde à la BCE le rôle d'assurer la stabilité des prix via la politique monétaire, c'est-à-dire en fixant des taux d'intérêt directeurs. L'objectif de stabilité des prix est atteint si le taux de croissance annuel des prix à la consommation (le taux d'inflation) se trouve proche mais en-dessous de 2% à moyen terme. D'après la théorie économique, lorsque l'inflation dépasse l'objectif, la banque centrale cherche à la ramener vers les 2% en augmentant ses taux directeurs et inversement. Or, depuis la crise de 2008, la zone euro fait face à un risque de déflation, en d'autres termes, un risque que les prix se mettent à décroître. En vue de soutenir la convergence de l'inflation vers 2%, la BCE garde une politique monétaire extrêmement accommodante, avec des taux directeurs négatifs.

Sachant que les banques commerciales paient pour déposer les excès de liquidités auprès de la BCE, elles devraient donc préférer prêter aux ménages et aux entreprises en vue d'irriguer l'économie réelle. Ainsi, ce surplus de crédit viendrait augmenter la consommation et l'emploi, ce qui ferait converger l'inflation à des niveaux considérés comme sains pour une économie. La demande de biens et services d'une part, et la hausse des salaires d'autre part permettraient aux prix d'atteindre l'objectif des 2%.

Faisant face à des risques de ne pas atteindre sa cible d'inflation, la BCE a donc dû réintroduire de telles mesures considérées comme exceptionnelles dans la théorie économique. Cependant, la BCE avait déjà mis en place de telles mesures afin d'assurer la liquidité nécessaire pour lutter contre les risques de déflation, mais les résultats jusqu'à présent restent mitigés. Après plusieurs années de politique monétaire non conventionnelle, les attentes d'inflation et l'inflation observée restent bien en dessous de la cible de 2%.

L'Argentine, qui a déjà fait défaut 8 fois dans son histoire, dont deux au XXI^{ème} siècle, replonge dans un chaos financier. Le 11 août, lors des élections primaires, le candidat sortant, Mauricio Macri, connu pour « être proche des marchés », s'est vu infliger une lourde défaite par l'opposant Alberto Fernández, le candidat de gauche.

Depuis la nouvelle, les marchés sont très agités : les investisseurs craignent qu'un gouvernement plus laxiste sur le plan des finances publiques prenne le pouvoir. Dès lors, après le revers électoral d'août, la monnaie argentine, le peso, s'est déprécié de plus de 20% face au dollar et les taux se sont envolés de 12% à 72% début septembre sur les obligations gouvernementales ayant une maturité de 2 ans.

En l'espace de seulement 3 semaines après l'élection primaire, les réserves en devises de la Banque centrale argentine ont chuté de plus de 10 milliards de dollars, soit un peu moins de la moitié des réserves nettes. Pour stopper l'hémorragie et la chute libre du peso, le gouvernement argentin a imposé des contrôles de capitaux début septembre. Ainsi, la situation est telle que tout achat de dollar doit être justifié auprès de la Banque centrale par des raisons commerciales, alors que les particuliers ne peuvent pas acheter plus de 10 000 dollars par mois.

Le taux de croissance annuelle désastreux de -5,8% à l'issue du premier trimestre fait qu'il est difficile de prévoir que l'Argentine sorte la tête de l'eau alors que l'inflation se maintient à plus de 50% en termes annuels, ce qui force la Banque centrale à maintenir ses taux directeurs à des niveaux prohibitifs, soit à 85% début septembre.

L'économie turque se contracte moins que prévu.

La Turquie, qui a aussi traversé une crise monétaire l'été dernier, continue d'en faire les frais. D'après les derniers chiffres publiés, l'économie turque s'est contractée d'1,5% en ce deuxième trimestre par rapport à la même période l'an passé. Toutes proportions gardées, soulignons que les attentes s'affichaient à des niveaux plus pessimistes parmi les économistes. Alors que le taux de croissance s'inscrivait à -2,4% à l'issue du premier trimestre, les attentes s'affichaient à -2% pour le deuxième trimestre. En fait, l'économie turque devrait profiter de la vague de baisses de taux d'intérêt à l'échelle mondiale, qui devrait faciliter la tâche de la Banque centrale dans sa démarche de baisse des taux directeurs, lesquels sont déjà passés de 24% à 19,75% en juillet. En effet, dans un tel contexte, la Banque centrale avait été contrainte de relever ses taux de façon assez agressive à partir du deuxième trimestre de 2018 pour passer de 8% à 24% en l'espace de quelques mois, suite à l'explosion de l'inflation causée par la dépréciation de la lire turque.

Aykut EFE
Économiste

Ne pas ignorer le message des taux d'intérêt

En Europe, les signes de faiblesse se confirment à travers les taux.

Alors qu'en début d'année les marchés avaient encore à l'esprit que les taux directeurs pourraient être revus à la hausse à la fin de cet été, ils ont revu leurs positions, soutenus par une Banque centrale européenne (BCE) dont le discours s'est fait davantage accommodant. Parmi les grandes nouvelles que Mario Draghi, le Président de la BCE, a communiquées, citons tout d'abord la révision à la baisse du taux de dépôt, lequel est passé de -0,40% à -0,50% pour encourager les banques à prêter davantage de façon à redonner de l'élan à l'économie. Ensuite, les banques pourraient bénéficier d'un dispositif qui leur permettrait de ne pas voir l'intégralité de leurs dépôts être affectée par des taux négatifs, ce à quoi s'ajoute une série de modifications dans leurs programmes d'opérations de refinancement à long terme ciblées. Dernière mesure, et pas des moindres, le programme d'achat d'actifs est relancé, cette fois à hauteur de 20 milliards d'euros par mois, pour une durée indéfinie. En effet, la Banque centrale est repartie pour un tour dans ses achats de dettes publiques et privées, et cela durera aussi longtemps que nécessaire. L'objectif : dynamiser l'économie à travers de la création monétaire.

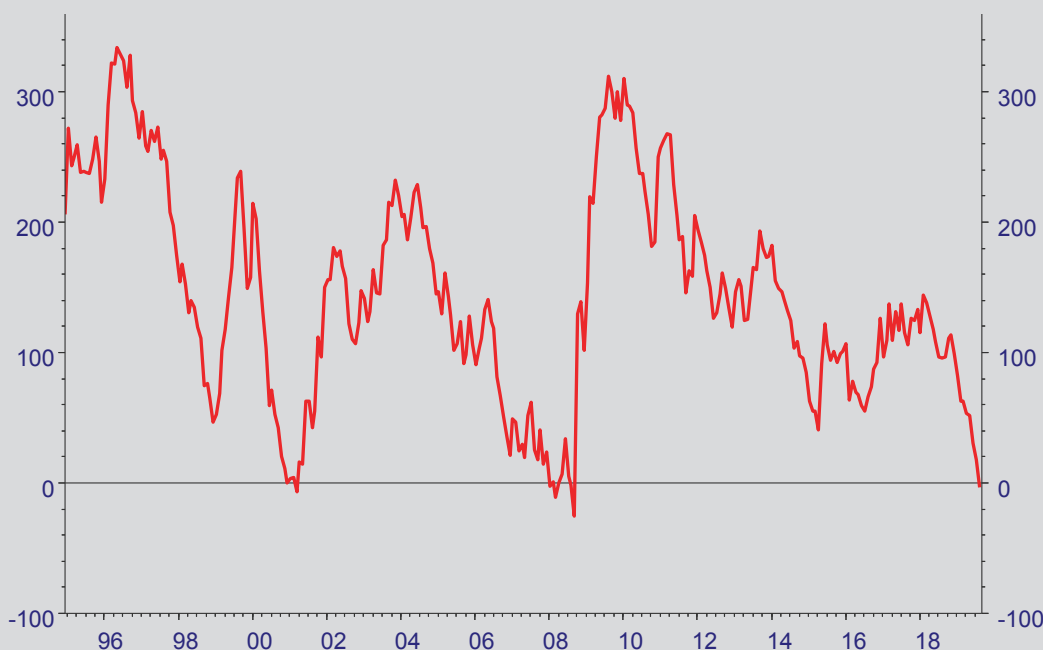
Ces décisions tombent dans un contexte où les risques géopolitiques couplés à la montée du protectionnisme accentuent le sentiment de ralentissement économique,

en atteste la contraction de l'économie allemande lors du deuxième trimestre de l'année. Compte tenu de tous ces facteurs, sans oublier le ramdam politique autour de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, les valeurs refuges comme les taux des souverains européens ont continué de baisser. À titre d'exemple, le taux allemand à 10 ans, bien qu'il soit déjà négatif, a baissé de 50 points de base depuis le 31 mai pour atteindre un niveau plancher record de -0,70% début septembre, ce qui a inévitablement provoqué l'inversion de la courbe des taux allemande pour la première fois depuis 2008.

En périphérie, la tendance est identique : l'Espagne, le Portugal et même l'Italie et la Grèce ont vu leurs taux d'intérêt dégringoler. Alors qu'il y a sept ans à peine, les investisseurs refusaient de prêter de l'argent au souverain espagnol, mettant ainsi en cause l'existence de la zone euro, ils sont aujourd'hui sur le point de payer pour avoir le privilège de prêter de l'argent à ce même souverain pour des obligations arrivant à échéance dans 10 ans. En Italie, la prime de risque a mis plus de temps à se contracter, en raison de la volatilité née de l'instabilité politique. Mais après le coup raté de prise de pouvoir du vice-Premier ministre Matteo Salvini, les taux italiens se sont effondrés, se rapprochant rapidement des taux espagnols mais

PENTE DE LA COURBE ALLEMANDE

Différentiel de taux 10 ans - 3 mois, en points de base



Source: Refinitiv Datastream

restant encore à des niveaux relativement attractifs pour des échéances supérieures à 5 ans.

Pourtant, les marchés se questionnent : un tel arsenal, s'il les réconforte, suffira-t-il à relancer l'économie ? Indépendamment de cela, une chose nous semble claire : si les Présidents américain et chinois devaient trouver un accord, les taux pourraient violemment remonter en flèche. De ce fait, et compte tenu des niveaux historiquement bas des taux souverains européens, nous recommandons un positionnement neutre.

Crédit européen : un marché toujours porté par la recherche de rendement et la BCE

Au cours de ces trois derniers mois, le marché du crédit européen a affiché une belle performance, portée par des primes de risque se contractant et des taux souverains tirant les rendements à la baisse et donc, mécaniquement, portant les prix à la hausse. Pourtant, les émissions de dette privée se sont maintenues à des niveaux très élevés tout au long de l'année, les taux bas incitant les entreprises à se financer ou à se refinancer. En clair, cela signifie que la demande pour la dette privée est telle que les marchés n'éprouvent aucune difficulté à absorber ces nouvelles émissions.

Les raisons à cela ne résident pas dans un appétit pour le risque qui naîtrait d'une économie en phase de pleine

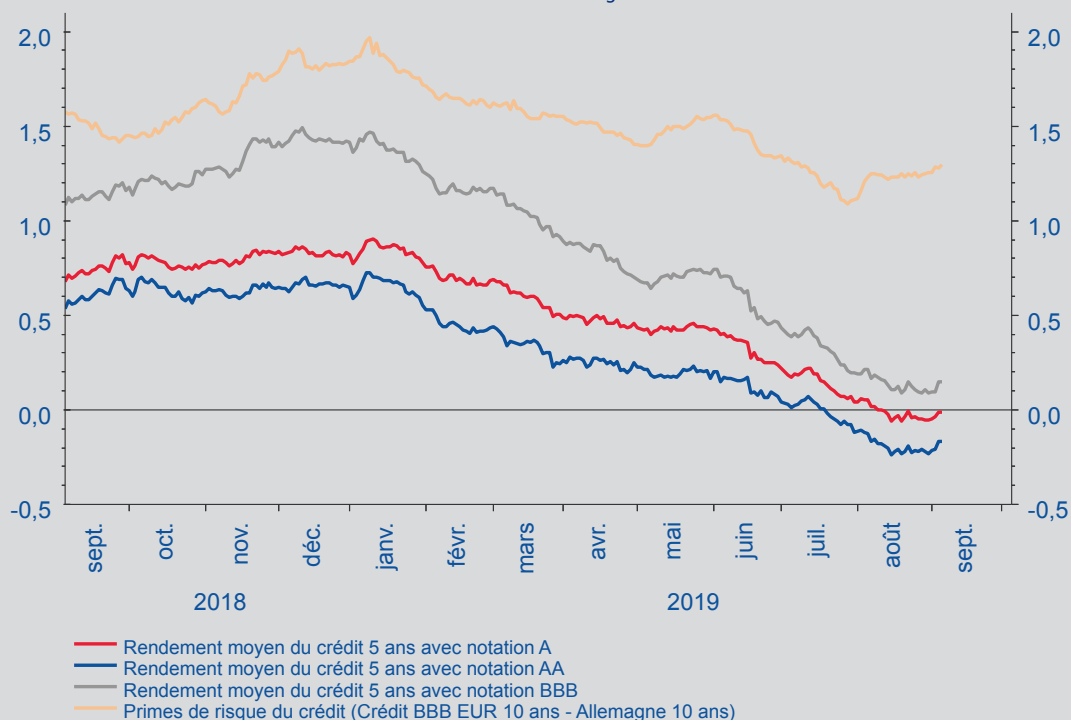
croissance, mais cette situation est plutôt une conséquence des politiques des banques centrales. En effet, comme nous l'avons évoqué plus tôt dans nos écrits, le contexte chahuté par les tensions commerciales et politiques génère plutôt une fuite vers la qualité, ce qui s'est remarqué sur les marchés actions dans le courant du mois d'août, mais qui n'a pas été constaté à ce point sur le marché du crédit. Dès lors, une autre force est en jeu derrière la demande soutenue à l'égard la dette privée : la recherche de rendement. Les contraintes de taux rencontrées par de nombreux acteurs, notamment les assureurs ou les fonds de pension, les ont poussés vers des actifs plus risqués que la dette souveraine, laquelle affiche désormais des taux négatifs en grande majorité.

En conséquence, ces acteurs sont vecteurs d'une demande durable pour le crédit pourvu que les taux souverains restent faibles, quand bien même l'économie présenterait des signes d'épuisement. Parallèlement, les autres acteurs sont confortés aux communications réactives des banques centrales qui affichent clairement leur capacité et leur volonté à mettre en place tout un éventail d'outils à l'instar de la Banque centrale européenne (BCE) qui a récemment annoncé un retour de son programme de rachats d'actifs qui devrait s'inscrire dans la durée et conforter la demande sur la classe d'actifs.

Désormais, le marché se caractérise par son instabilité et les craintes économiques qui pèsent sur lui sont couplées

RENDEMENTS DU CRÉDIT EUROPÉEN ET PRIMES DE RISQUE

Pourcentage



à une demande qui devrait rester solide, principalement grâce aux politiques monétaires accommodantes. Tous ces éléments nous poussent à émettre un avis neutre sur une classe d'actifs que nous estimons digne d'intérêt mais qui nous incite à rester prudents dans le choix de nos titres.

Taux US – le marché perd le nord.

À l'issue de ces trois derniers mois, le rendement du taux américain à 10 ans fait grise mine : il a décroché de 60 points de base, en passant de 2,1% à 1,5%. Ceci est survenu après avoir encaissé plusieurs chocs. Tout d'abord, les marchés financiers ont été pris par surprise, la Fed s'étant montrée moins accommodante qu'attendu à l'issue de sa réunion du 31 juillet, ce à quoi s'ajoutent les tweets virulents du Président américain le 1er août, lesquels ont remis de l'huile sur le feu du conflit commercial avec la Chine. Ensuite, le rendement du taux américain à 2 ans a dépassé celui du taux à 10 ans : lorsque nous visualisons ce phénomène, nous constatons que la dernière portion de la courbe s'inverse. Par le passé, cette inversion a déjà constitué un signal précurseur d'une récession à venir, sachant que la réponse à la question « quand risque-t-elle de survenir ? » est difficilement calculable. Enfin, et ce n'est pas une nouveauté, l'inflation cœur peine à se matérialiser : actuellement, elle stagne à 1,6%, loin de l'objectif que s'est fixé la Fed.

En résumé, la baisse des taux sur toute la partie de la courbe est principalement révélatrice des hésitations des investisseurs à continuer de miser sur des actifs plus risqués. Fondamentalement, les obligations constituent une valeur refuge lorsque des conditions de marchés agitées prévalent, et les investisseurs s'attendent à ce que la Banque centrale américaine mette en place des politiques accommodantes pour venir en soutien des marchés.

À la lumière de ces éléments, nous asseyons notre position neutre, et disposons des arguments nécessaires à étayer notre propos. En tout premier lieu, nous mentionnons la diminution significative des taux. En effet, le rendement du taux américain à 30 ans se situe à son plus bas historique, aux alentours de 2%. Qui plus est, certains motifs techniques ont exacerbé ce phénomène de plongeon des taux, à l'instar du positionnement des assureurs et des banques sur les marchés. Par ailleurs, lorsque nous nous projetons, nous pensons que la perspective de plus en plus proche des élections américaines pourrait mettre la pression sur Donald Trump. En effet, il se retrouvera confronté à une alternative : soit il poursuit ses attaques commerciales à l'égard de la Chine au risque d'intensifier le ralentissement économique et de donner davantage de coups de canif à la confiance des investisseurs et des sociétés, ce qui pourrait entraîner sa défaite. Soit il fait des concessions en matière commerciale face à la Chine

pour tenter de passer au travers d'une éventuelle récession durant son mandat présidentiel, ce qui aurait pour effet de provoquer une hausse des rendements assez soudaine. Par conséquent, compte tenu du caractère binaire de l'épilogue, nous préférons conserver notre vision neutre de la duration.

Crédit américain : retour à la case départ

En début de la 2ème moitié de l'année, le marché du crédit outre-Atlantique a connu un resserrement des primes de risque des entreprises Investment grade. Suite à cela, les primes de risques ont opéré un retour à la case départ. Cette tendance s'exprime dans le contexte qu'on connaît : les tensions commerciales s'embourbent, la croissance mondiale est en première ligne du front, puisque la reprise économique se prend les pieds dans le tapis.

Une politique monétaire accommodante et des taux souverains moins attractifs ont rendu l'univers Investment grade libellé en USD plus attrayant pour les investisseurs internationaux. En effet, compte tenu du fait que les rendements étrangers (Europe et Japon) se sont effondrés en territoire négatif et que les coûts de couverture ont diminué pour les investisseurs étrangers, des entrées conséquentes de capitaux sur le marché des obligations de sociétés américaines sont attendues.

Toutefois, l'attractivité du marché du crédit américain se place dans un contexte où la croissance économique est en berne depuis la deuxième moitié de 2018. Les défis que pose une croissance atone sont particulièrement pertinents pour les marchés du crédit car les bilans des entreprises restent le maillon faible de ce cycle. L'analyse des fondamentaux indique un effet de levier en hausse, alors que la croissance de l'EBITDA ralentit. En conséquence de quoi nous jetons plus que jamais notre dévolu sur la qualité en demeurant extrêmement sélectifs dans les titres que nous choisissons. En effet, ce sont les titres de haute qualité opérant dans des secteurs à faible cyclicité qui retiennent toute notre attention.

Portés par ces éléments, nous sommes animés par la conviction que l'univers du crédit Investment grade aux États-Unis affiche encore un bon rendement du risque ajusté. Par conséquent, nous chaussons nos lunettes roses et réaffirmons notre vision positive dans un contexte où nous polarisons nos efforts sur le renforcement de la qualité au sein de notre portefeuille.

Équipe Fixed Income

Les marchés résistent, persistent et signent.

Ce dernier trimestre, les marchés actions ont connu un parcours émaillé de pérépéties tant sur le plan économique que sur le plan politique.

Avant d'en analyser les composantes, examinons les performances. Depuis la fin du mois de juin, en devise locale, les marchés américains ont enregistré une meilleure performance (+2,50%) que les marchés européens (+1,54%) et émergents (-2,28%). Aussi, une fois reportée en EUR, l'écart de performance se creuse davantage : les marchés américains (+5,24%) ont mieux performé que les marchés européens (+1,54%) alors que les marchés émergents (+0,33%) sous-performent légèrement. Les bons résultats du marché américain sont dus à sa forte exposition aux valeurs IT (qui offre des profils de croissance attractifs, ce qui est intéressant dans un environnement où la croissance se fait rare) alors que le marché européen est pénalisé par sa forte exposition au secteur financier (qui souffre de la faible croissance mondiale et de l'environnement de taux bas).

Du point de vue économique, tout d'abord, le secteur manufacturier a cristallisé la tendance à l'érosion que subissent les indicateurs avancés. Ensuite, les taux ont évolué en territoire négatif, et la courbe des taux qui s'inverse ne fait qu'agiter davantage le spectre d'une récession déjà évoqué dans nos écrits. Par ailleurs, le coût du travail s'affiche à la hausse et place dans un étiau les marges des entreprises. La touche finale au tableau économique se résume dans les résultats mitigés que les entreprises ont publiés, et qui nous amènent à nous questionner sur les perspectives d'évolution pour les prochains trimestres.

Sur le plan politique, la saga de la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine déroule son nième épisode en insufflant de la volatilité sur les marchés actions en raison des directions potentielles que les négociations peuvent prendre. Au Royaume-Uni, le torchon brûle entre le Premier ministre Boris Johnson et le Parlement britannique et les tractations s'embourbent au sujet d'un Brexit avec ou sans accord à la date butoir du 31 octobre. Et pour boucler la boucle, l'Italie ajoute un chapitre à sa crise gouvernementale : la coalition au pouvoir est dissoute, on efface tout, et on recommence avec un nouveau gouvernement porté par une majorité réunissant les socio-démocrates et le Mouvement 5 étoiles. En dépit de ces tourments politiques, les bourses ont trouvé un nouveau départ en tablant sur des interventions monétaires des banques centrales.

De manière générale, chacun marche sur des œufs. Cela étant, tout est une question d'éclairage, et les marchés financiers mondiaux ont tenu leur cap en bondissant

au gré des tweets de Donald Trump et aux avancées politiques, entre regain de confiance et freinages méfiants. Le tout s'est soldé par un mouvement haussier, alimenté par la croyance selon laquelle la clé à l'équation mêlant un environnement économique en décélération et des tensions de tout bord se résumait en une formule magique : lancer de nouvelles mesures d'assouplissement monétaires.

Si la formule rassure, ce n'est pas la panacée, loin de là. Nous pensons en effet que la solution réside davantage dans l'élaboration et la mise en œuvre de réformes structurelles et d'un plan de relance économique. D'ailleurs, nous éprouvons des difficultés à nous projeter dans un contexte où les améliorations structurelles feraient défaut car nous ne voyons pas comment les entreprises pourront faire croître leurs résultats. À cet égard, pour 2019, les attentes de croissance des bénéfices par action ne s'inscrivent qu'à 2%, autant dire qu'elles sont réduites à la portion congrue. Dans la même optique, nous sommes d'avis à ce que les attentes du consensus soient également revues à la baisse. Actuellement, elles se situent aux alentours de 10%, mais dans la résistance qu'elles opposent, elles doivent tout de même composer avec des tensions commerciales.

Ce n'est un secret pour personne : chaque situation compliquée recèle des opportunités. Dès lors, nous adoptons une approche défensive et cherchons à bénéficier autant que faire se peut de la volatilité grandissante, en diminuant notre allocation en actions au profit d'une plus large allocation au cash.

Dans la réalité sectorielle, cela se traduit par le fait que nous continuons d'éviter les secteurs des Matériaux et des Semi-conducteurs, particulièrement sujets à la volatilité et qui devraient essuyer de lourds revers en termes de bénéfices dans le cas où le contexte actuel perdure. Par ailleurs, si nous reconnaissons le caractère défensif du secteur des Services aux collectivités, nous préférons garder nos distances à son égard parce que sa valorisation est élevée, et cela ne nous semble pas justifié par les fondamentaux du secteur.

Nos choix se portent sur les Services de communications et de l'Immobilier : le premier offre l'avantage non négligeable d'être exposé à des valeurs résilientes (à l'instar des opérateurs de téléphonie) et de croissance (dans le chef des géants de l'Internet), tandis que le dernier tire profit de son caractère défensif, d'un environnement de taux bas et de valorisations particulièrement intéressantes.

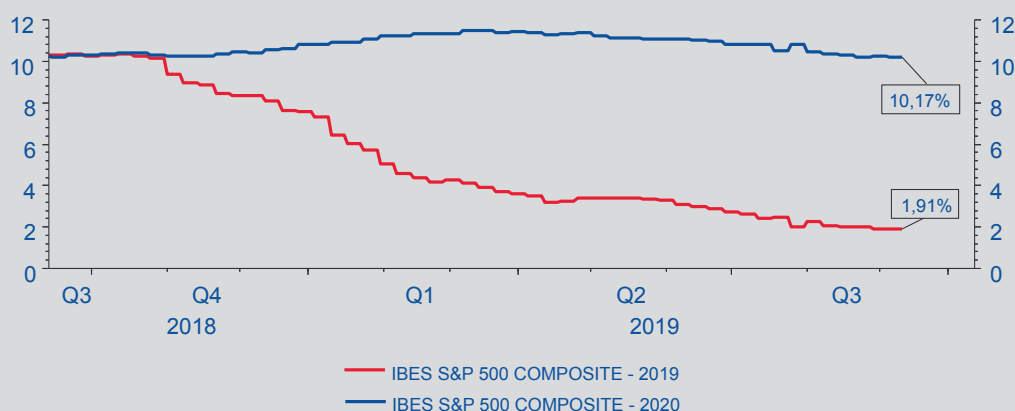
En matière de régions, nous n'affichons aucune préférence. Dans les faits, si nous considérons que les marchés

américains offrent un potentiel de croissance plus élevé, force est de constater que cet avantage se reflète déjà dans les valorisations. De plus, le dollar est fort et pourrait se déprécier en raison des décisions de la Fed en matière de baisse des taux, ce qui pourrait pénaliser la performance des investisseurs européens. Ensuite, l'Europe offre des multiples de valorisation plus abordables, justifiés par un profil de croissance plus faible et des risques plus

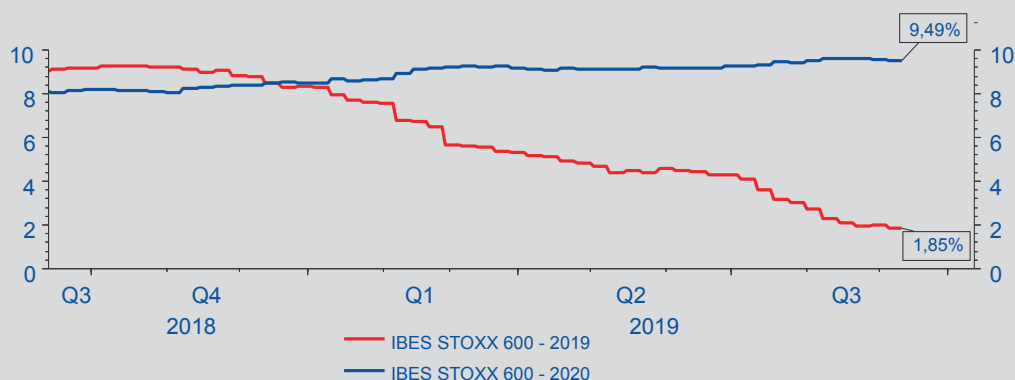
élevés à l'égard de la guerre commerciale en raison de sa dépendance aux exportations. Enfin, nous pensons que les pays émergents sont trop risqués pour y être investis actuellement : l'économie mondiale ralentit, et l'endettement libellé en devise étrangère est considérable, ce qui est partiellement escompté dans des valorisations qui apparaissent attractives à première vue.

Équipe Equities

ÉVOLUTION DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES S&P 500



ÉVOLUTION DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES STOXX 600



Source: Refinitiv Datastream

Les obligat



ions vertes

An aerial photograph of a lush, green valley. The foreground shows a winding dirt road through a grassy field with scattered trees. In the background, there are steep, forested mountains under a dramatic, cloudy sky. The overall scene is vibrant and natural.

Les obligations vertes

Maxime Papier et Loïc Chaulacel, Gestionnaires de portefeuilles obligataires spécialisés en matière d'investissement responsable, abordent le sujet des green bonds. Dans un monde financier qui se met au vert, ils nous font part de leur analyse de ces instruments obligataires et de leur impact financier, social et environnemental.

Messieurs, que diriez-vous de planter le décor en nous éclairant sur ce qu'est une obligation verte ? Qui sont les émetteurs de ce type d'instrument financier ? Où en est le marché actuellement ?

Maxime : Une obligation verte est émise dans le but de lever des fonds destinés à financer des projets qui apportent des solutions à la question du réchauffement climatique. Dans ce contexte, il est essentiel que les fonds levés soient attribués aux actifs et projets verts. L'éventail des émetteurs d'obligations vertes est plutôt large : de nature publique ou privée, il s'agit d'entreprises, d'agences gouvernementales et supranationales, comme la Banque Européenne d'Investissement ou encore la Banque Mondiale, mais aussi de gouvernements. D'ailleurs, c'est la Pologne qui a ouvert la voie en 2016, suivie de la France, la Belgique ou encore l'Irlande. De la même manière, la dette émise peut prendre différentes formes : placements privés, titrisation, obligations sécurisées, prêts verts labellisés conformes aux principes des obligations vertes (GBP) ou des prêts verts (GLP). L'objectif d'une obligation verte varie selon le type d'émetteur : lorsqu'il est privé, l'émission d'obligations vertes sert à une entreprise dans la mesure où elle lui permet de financer sa transition énergétique, afin d'être alignée aux exigences du secteur et aux normes qui lui sont respectives. Lorsque l'émetteur est public, le gouvernement cherche à combiner projets de développement social et financement climatique. Dans ce cas, les obligations vertes constituent un moyen d'atteindre les objectifs de développement durable. Elles permettent de financer à plus grande échelle des infrastructures publiques durables et résistantes aux changements climatiques et les mesures d'adaptation qui s'imposent.

Loïc : Actuellement, le mouvement est en vogue : en général, ces titres sont plus demandés que les obligations classiques lors de l'émission, justifiant des taux d'intérêts plus faibles pour les émetteurs. De plus, ceux-ci jouissent de la communication en matière de projets responsables. Pour les investisseurs, ces titres sont intéressants car ils permettent de suivre la demande des clients pour des produits responsables. C'est pour ces raisons que le marché des green bonds a connu un essor considérable ces dernières années et a stimulé la création de projets semblables : les social bonds, par exemple. Cela dit,

notre rôle nous amène à nous questionner sur la nature réelle d'une obligation verte et sur la vérification de son utilisation. À cet égard, nous sommes particulièrement attentifs aux mouvements des régulateurs qui travaillent actuellement sur l'établissement de règles destinées à éviter le greenwashing ou les fausses informations des émetteurs concernant l'impact de ces instruments financiers sur l'environnement.

L'enjeu est de taille : aujourd'hui, plus de 600 milliards de dollars d'obligations vertes ont été émises, dont 120 milliards uniquement dans la première moitié de l'année 2019. Les émissions explosent : +42% par rapport au deuxième semestre 2018. Cela reste une petite fraction du marché obligataire dans son ensemble, sur lequel sont brassées plus de 100 trilliards de dollars de dettes, mais cette portion congrue présente un très fort potentiel de croissance, notamment dans l'Union européenne qui met un point d'honneur à satisfaire aux exigences des réglementations qui ont découlé des Accords de Paris de 2015.

Qui sont les leaders du marché des obligations vertes ?

Loïc : L'acteur type émetteur de green bonds est une entreprise des services publics ou de la finance, qui cherche à émettre des obligations vertes pour financer un projet lié à l'énergie ou aux transports. Les sociétés financières sont très présentes en matière d'émissions car elles peuvent justifier l'impact environnemental positif de leurs opérations de financement ou refinancement d'entreprises. Parmi les grands acteurs privés, la société française Engie, qui produit et distribue de l'énergie, est le plus grand émetteur de green bonds au monde avec près de 9 milliards d'euros émis. Les États sont également des émetteurs clés d'obligations vertes, notamment en Europe : la France se distingue comme la plus grande nation émettrice d'obligations vertes. Un cran plus haut, les institutions européennes, à l'instar de la Banque européenne d'investissement, sont également de grandes émettrices. À l'échelle mondiale, les pays en tête du peloton des émissions sont les États-Unis et la Chine.

Maxime : En effet ! Et les obligations vertes se sont étendues à toutes les classes d'actifs du marché obligataire. Elles se déclinent sous la forme « investment grade » (de qualité) et « high yield » (à haut rendement) dans le chef des émetteurs privés en passant par des titres adossés à des actifs pour les émetteurs souverains (États). Les green bonds ont fait du chemin, et leur expansion fulgurante a été facilitée par la publication des Green Bond Principles (GBP) en 2014. Ces principes applicables aux obligations vertes sont d'application volontaire et préconisent la

transparence, la publication d'informations et un reporting adéquat. Soutenus par l'International Capital Market Association (ICMA), les GBP reposent sur quatre grands principes : l'utilisation des fonds, le processus de sélection et l'évaluation des projets, la gestion des fonds et le reporting.

Autre démarche intéressante pour jauger la demande croissante en green bonds: mettre en parallèle l'effet de convoitise à l'égard des obligations vertes et des obligations classiques alors qu'elles ne sont pas encore émises sur le marché secondaire. Prenons l'exemple d'une étude conduite par l'association Climate Bond Initiative, laquelle compare le pricing de 11 obligations vertes souveraines à 10 obligations souveraines plain vanilla classiques. Sur les dix obligations souveraines pour lesquelles des données comparables étaient disponibles, cinq ont attiré de plus grands équivalents de couverture de livre (book coverage) pendant le processus de fixation des prix primaires. Toutes les obligations vertes souveraines de l'échantillon, à l'exception d'une seule, ont obtenu une compression des spreads plus importants au cours de la constitution du livre que des paniers d'obligations comparables. Si l'on en doutait, cette étude en témoigne : les investisseurs veulent du vert !

Existe-t-il une institution qui décide du label green d'une obligation ? D'ailleurs, à quel point une obligation est-elle réellement écologique ? Où en est la réglementation dans ce domaine ?

Loïc : Non, il n'existe aucune institution suprême qui homologue le caractère vert d'une obligation. Comme nous l'avons déjà abordé plus haut, nous savons que de nombreux émetteurs s'en remettent aux Green Bond Principles, qui sont soutenus par l'International Capital Market Association et visent à apporter davantage de transparence aux marchés. Ces principes couvrent la manière dont le financement doit être utilisé, fournissent une méthodologie pour savoir si le projet est réellement responsable du point de vue environnemental et donnent des indications sur les publications qui doivent être réalisées. Toutefois, ces principes ne sont pas légalement contraignants. En revanche, certaines entreprises ont le pouvoir de certifier le caractère green d'une obligation. Citons la célèbre agence de notation Moody's, la Climate Bonds Initiative, qui sont les premières à avoir créé un standard de Green bonds en 2010, ou encore Sustainalytics.

Pour autant, aucun standard n'a encore été établi à l'échelle internationale, et tant que cette situation perdurera, il y aura toujours un aspect subjectif à la certification d'une obligation verte. De ce fait, toutes les émissions ne sont

pas égales d'un point de vue écologique. Quoiqu'il en soit, le projet doit avoir un impact écologique positif. Pourtant, un projet qui se destine à mettre en place des éoliennes et un projet qui renouvelle des générateurs à charbon plus efficaces n'auront pas du tout le même impact écologique. Pour cela, certains organismes de certification détaillent leur notation environnementale, à l'instar de Cicero. De plus, une autre question fait débat : un émetteur très polluant, comme une compagnie pétrolière par exemple, peut-il émettre des obligations vertes dans le cadre de projets ponctuels ?

Si une entité gouvernementale s'attelait à la tâche en répondant à ces questions et en menant à bien une démarche de standardisation, la boucle serait bouclée. L'Union européenne travaille actuellement sur la question et a publié une première proposition en juin 2019, laissant supposer un projet final pour l'année prochaine. Si le projet s'inscrit dans un cadre volontaire et n'a pas pour finalité d'être légalement imposé, il pourra en revanche servir pour certifier les émissions EU compliant et deviendra probablement un des plus grands étalons pour l'émission de green bonds. Dans le même temps, l'Organisation Internationale pour la Standardisation planche également sur le sujet.

Quels sont les secteurs et les projets les plus soutenus que les obligations vertes permettent de financer ?

Maxime : Il est important de noter que les projets refinancés au moyen d'obligations vertes sont présentés avec une transparence totale. Leur clarification fiable permet à l'émetteur d'expliquer comment leur utilisation du produit contribue à la durabilité et aux investisseurs d'évaluer et de suivre l'évolution de la composante verte au fil du temps, créant ainsi une incitation positive au changement. Cela ne se produit pas avec d'autres types de financement par emprunt traditionnel.

Les Nations Unies ont identifié 17 Objectifs de Développement Durable (ODD), et 6 d'entre eux bénéficient principalement des émissions d'obligations vertes. Le premier concerne la propreté de l'eau et l'assainissement, lequel représente 11% des émissions d'obligations vertes à ce jour. Citons l'exemple du Green Bond certifié du Cap, qui a financé des actifs d'eau propre et d'assainissement à la fois sobres en carbone et résilients au changement climatique. Le second ODD concerne l'énergie propre et d'un coût abordable : il constitue la plus grande part du marché des obligations vertes, soit 40%, même si cette proportion a diminué en raison de la diversification du marché ces dernières années. Citons l'exemple des

obligations vertes souveraines du Nigéria, où les fonds sont majoritairement consacrés au développement des énergies renouvelables. Le troisième ODD concerne l'industrie, l'innovation et l'infrastructure. Du point de vue de la taille, il s'agit du deuxième segment du marché des green bonds à ce jour (24%), suivi du transport à faible émission de carbone (15%). Il est indéniable que les bâtiments et les infrastructures de transport à faible émission de carbone contribuent à la durabilité de l'industrie, de l'innovation et des infrastructures. Le quatrième ODD concerne les villes et les communautés durables. En effet, une grande partie des actifs financés par des obligations vertes sont situés en ville et répondent aux objectifs des villes et des collectivités durables. Les municipalités et les entités liées aux villes telles que les services publics et les entreprises de logistique sont un émetteur clé d'obligations vertes. Le cinquième ODD concerne les mesures relatives à la lutte contre le changement climatique. Cette sphère en pleine croissance de la finance verte fournit déjà des capitaux pour des actifs qui contribuent simultanément à l'action pour le climat et à de nombreux autres objectifs de développement durable. À ce jour, sur le marché des obligations vertes, la majeure partie des fonds est affectée à l'atténuation du changement climatique et à l'adaptation/la résilience, une petite partie seulement étant affectée à d'autres actifs verts, tels que des parcs. Le dernier ODD est lié à la vie sur terre : elle constitue une plus petite part des obligations vertes (3%), et finance une foresterie et une agriculture durables, contribuant ainsi à améliorer les conditions de vie sur notre planète.

Le secteur des obligations vertes est donc en pleine expansion, mais il rencontre des obstacles et affiche des carences. À votre avis, de quoi le secteur a-t-il besoin pour bien fonctionner ?

Loïc : Comme évoqué précédemment, à nos yeux, le principal obstacle aux green bonds est le manque d'une standardisation internationale et donc le manque d'harmonisation pour définir ce que l'on nomme obligation verte. En revanche, cet obstacle devrait vite faire partie du passé en raison de la réglementation susceptible d'être mise en place par l'Union européenne. Une définition produite et induite par une entité gouvernementale devrait devenir la norme et aura un plus large champ d'influence qu'une labellisation privée.

Le deuxième obstacle concerne les coûts d'émission. En effet, des études (Larcker, Watts, 2019) ont montré que les coûts d'émissions d'une obligation verte étaient en moyenne plus élevés que ceux générés lors d'une émission traditionnelle. Dans certains cas, cela se compense par un rendement plus faible de l'obligation mais cela ne se vérifie pas sur l'ensemble des obligations vertes.

Maxime : Ajoutons que les projets verts ne sont pas assez nombreux. En effet, la plupart des actifs verts financés par des obligations vertes touchent les énergies renouvelables,

l'immobilier, les transports verts ou la gestion durable de l'eau. À ce jour, il est observable que l'offre d'obligations vertes n'est pas dans la capacité de satisfaire la demande. Ceci s'explique par le fait que les émetteurs sont dans le flou en ce qui concerne l'avenir, particulièrement lorsqu'est abordé le sujet des lois qui définiront quels types de projets seront considérés comme verts.

Autre obstacle : le risque de réputation. Il s'agit d'un facteur essentiel pour les émetteurs, car c'est exactement cela qui rend certains investisseurs frileux au moment de pénétrer le marché. Émettre une obligation verte implique un choix subjectif lié à la définition même d'un projet vert. Cela est particulièrement vrai pour les émetteurs des secteurs économiques clés dans la transition vers une économie à faible émission de carbone, mais pour lesquels l'identification des actifs et des projets verts est loin d'être simple. Dans un nombre limité de cas, les émetteurs se sont retrouvés confrontés à des problèmes de réputation dus aux commentaires négatifs des médias, des ONG, des actionnaires, etc.

Par ailleurs, la certification externe est une source supplémentaire de difficultés. Le marché des green bonds a vu émerger un large éventail d'entreprises, y compris des agences de notation de crédit et des agences de notation non financières et des cabinets d'audit fournir des services de révision externes, avant ou après les transactions. Ces prestataires présentent des approches et des niveaux d'expertise divers et variés, tant et si bien que les émetteurs et les investisseurs en arrivent à se questionner sur la valeur ajoutée, la qualité et l'impact des revues externes, sans compter les frais externes qu'elles peuvent entraîner.

Dernier écueil : le reporting est complexe. Les bonnes pratiques du marché recommandent que soient publiés des rapports rendant compte des projets et des activités que ces obligations financent. Ces rapports doivent contenir des informations sur les impacts environnementaux de ces projets et sont fournis chaque année jusqu'à ce que les fonds de la vente aient été entièrement attribués. Élaborer et mettre à jour ces rapports représente un effort supplémentaire pour les émetteurs, ce qui rend l'émission d'une obligation verte moins attrayante.

La Place financière luxembourgeoise affiche-t-elle un intérêt particulier pour les obligations vertes ? Quel rôle joue-t-elle ?

Loïc : Le Grand-Duché est une place financière de choix pour les green bonds et les investissements responsables. En effet, en 2016, la Bourse de Luxembourg a lancé le Luxembourg Green Exchange qui est aujourd'hui la plus grande plateforme au monde dédiée exclusivement à la finance verte. Près de la moitié des obligations vertes cotées à travers le monde le sont au Luxembourg Stock Exchange grâce à cette plateforme. L'idée est simple :

rendre obligatoires les bonnes pratiques du secteur pour pouvoir figurer sur la plateforme. Ainsi, les émetteurs peuvent bénéficier d'une bonne visibilité alors que les investisseurs ont un accès simplifié aux instruments certifiés responsables et aux publications liées à ces produits. Ils ont la possibilité de comparer les différents instruments et bénéficient d'un degré de transparence accru. Nous pensons que l'existence de plateformes comme celle-ci est un point positif pour l'investissement responsable car c'est à travers ce type d'outils que la standardisation qui nous semble nécessaire va pouvoir se faire. En effet, aujourd'hui, pour être inscrite à la cote au Luxembourg Green Exchange, une obligation verte doit être alignée aux principes ICMA ou CBI. Cela nous amène à penser que, lorsque le projet final de l'Union européenne sera en place, la boucle sera bouclée.

Maxime : C'est d'autant plus exact que le Luxembourg joue déjà un rôle important dans la mobilisation de capitaux privés et publics afin d'aider les gouvernements et les investisseurs privés du monde entier à atténuer les effets du changement climatique ! En plus du lancement de la plateforme Luxembourg Green Exchange, qui fait du pays le principal centre mondial de cotation en obligations vertes et le leader européen des actifs de fonds d'investissement responsables, représentant 30% de tous les fonds et 40% de tous les actifs sous gestion, le pays multiplie les initiatives en matière d'utilisation de la finance pour répondre aux ambitions de développement durable. En juin dernier, la plateforme Luxembourg Green Exchange a vu naître la première covered bond (obligation sécurisée) au monde dans le secteur forestier, laquelle a été émise dans le but d'investir dans la foresterie durable en Suède. Et en juillet 2018, le Luxembourg a mis en place un cadre juridique pour les obligations sécurisées vertes - le premier du genre au monde.

Quel est le potentiel des obligations vertes sur la société dans son ensemble en matière de contribution à l'évolution d'un monde meilleur ?

Loïc : Dans un contexte où le nombre d'investisseurs qui cherchent à faire le bien et adoptent un comportement responsable tout en ayant de la rentabilité est en forte croissance, les produits financiers liés à l'environnement comme les obligations vertes suivent leurs pas. D'après nous, le développement de ces produits va inciter les institutions à davantage de régulations en matière d'investissements responsables, ce qui devrait encourager à plus de transparence des entreprises et à une attention accrue des investisseurs. En conséquence, nous pensons que l'investissement responsable devrait prendre de l'ampleur, quantitativement comme qualitativement, dans les années à venir.

En ce qui concerne plus spécifiquement les green bonds, les rendements qui y sont adossés ne sont actuellement pas significativement différents de ceux de leurs pairs

traditionnels. Des études tendent à montrer des taux légèrement plus faibles ou une meilleure performance par rapport au reste du marché, mais cela n'est pas vérifié globalement. Nous pensons que la demande de green bonds va continuer de croître, offrant aux entreprises un accès à une plus grande base d'acheteurs et impliquant mécaniquement des rendements plus faibles à travers un prix plus élevé. En effet, l'obligation en elle-même ne diffère pas techniquement d'une obligation traditionnelle. Aussi, les investisseurs, même ceux non sensibles à l'aspect environnemental, pourront y investir et leur arbitrage fera que le taux de ces obligations ne dépassera pas celui des obligations comparables traditionnelles. En revanche, les investisseurs recherchant uniquement des actifs à visée environnementale pourront également investir dans ces green bonds, créant une demande plus élevée pour ces titres et pouvant donc tirer les taux à la baisse. D'ailleurs, c'est à partir du moment où les taux des green bonds s'afficheront à des niveaux inférieurs à ceux des obligations simples que les sociétés ou les gouvernements seront motivés à émettre de la dette à visée environnementale, car le coût de financement sera plus faible. Dès lors, nous pouvons imaginer que si une entreprise a un projet à développer, le coût supplémentaire pour que ce projet soit bon pour l'environnement pourrait être compensé par un financement moins élevé. Par voie de conséquence, les obligations vertes pourraient considérablement favoriser le développement de projets écologiques.

Que pouvons-nous en conclure ?

Maxime et Loïc : Le marché des obligations vertes attire un très grand nombre d'investisseurs, c'est certain ! Et les green bonds sont désormais bien plus qu'un outil traditionnel d'investissement. L'impact de ces investissements sur l'écosystème facilite en partie la transition vers une économie à faible production de carbone. D'ailleurs, cette facilité fait que chacun peut, à son niveau, participer aux développements en investissant à travers des fonds green bonds. Et le marché fonctionnera de façon d'autant plus efficiente et continue si les solutions adéquates sont apportées aux difficultés que nous avons abordées plus haut. Les obligations vertes deviendront verdoyantes lorsqu'elles bénéficieront de l'encadrement uniforme qui leur fait actuellement défaut. À ce sujet, nous sommes optimistes : nous sommes convaincus que les nouvelles régulations émises prochainement par l'Union européenne apporteront les éclaircissements que les investisseurs attendent impatiemment.

Maxime PAPIER et Loïc CHAULACEL
Portfolio Managers



Disclaimer :

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenue dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Épargne de l'État, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A.. Les données à caractère personnel collectées pour l'envoi du Panorama Financier sont traitées dans le strict respect de la législation relative à la protection des données à caractère personnel. Ainsi, vous disposez entre autre d'un droit d'accès et de rectification de ces données. Vous pouvez également mettre fin à l'envoi du Panorama Financier. Pour cela, il vous suffit d'envoyer votre demande par e-mail à l'adresse suivante : secretariat@bcee-am.lu ou bien par courrier à l'adresse suivante : BCEE Asset Management, 6a rue Goethe, L-1637 Luxembourg. Dans le cas où vous vous seriez abonné en ligne, il vous est possible de vous désinscrire en indiquant votre adresse email à l'adresse suivante : <https://www.bcee.eu/Entreprises/Clientèle-Institutionnelle/BCEE-Asset-Management/Se-désabonner>.