

Covid Bond : un outil pour financer l'aide d'urgence à manier avec sélectivité

La crise sanitaire et économique qui affecte le monde est d'une ampleur méconnue. Face aux besoins en financement nécessaires pour endiguer les impacts de la pandémie, les Covid Bonds se sont rapidement imposés comme une solution pérenne pour financer l'après. Près de 100 Mds \$ ont déjà été émis sur le marché depuis le début de la crise sanitaire et Ostrum AM anticipe un volume d'émissions soutenu dans les prochains mois. Ostrum AM a analysé le marché pour étudier les caractéristiques, les opportunités et limites de cette nouvelle offre.

Alors que la crise du Covid-19 impactait une majeure partie de la planète, l'ONU a appelé l'ensemble des investisseurs à travers le monde à unir leurs efforts pour mobiliser les fonds nécessaires, afin d'endiguer les graves problèmes économiques et sanitaires provoqués par la pandémie. Le recours à un nouvel instrument de financement est apparu dans la foulée : le Covid Bond. Conçu sur le même principe que celui des Green Bonds, c'est-à-dire sur le principe d'une obligation à impact, il a pour objet de répondre à deux types de projets : l'investissement direct dans des solutions pour lutter contre le virus (recherche de traitements, vaccins, productions de respirateurs, de masques) ; et les aides d'urgence pour réduire l'impact sociétal (dont le financement de mécanismes de solidarité et la protection des emplois).

Les Covid Bonds sont pour le moment essentiellement émises par des agences supranationales (SSA : Sovereign Supranational Agency) comme la Banque mondiale qui s'est, par exemple, fixé un programme de 160 milliards de dollars pour lutter contre les effets du Covid et dont une partie significative sera logiquement affectée aux Covid Bonds. On retrouve aussi la Banque européenne d'investissement (BEI), la Banque africaine de développement ou la Banque nordique d'investissement. Les États font également parti des émetteurs. Au 4 mai 2020, 38 émissions de Covid Bonds étaient déjà répertoriées. Sur ce total, seules 4 opérations n'étaient pas initiées par des SSA. Deux émanaient d'entreprises dans le domaine de la santé (Pfizer et Getinge) et deux autres de financières.

L'émergence d'un nouveau standard ?

L'essor de ces obligations est fulgurant. Début mai, leur encours atteignait 50 milliards de dollars (dont 40 % libellés en euros). Aujourd'hui, ils totalisent le double, à 100 milliards de dollars. Cela est loin d'être fini, car le contexte est particulièrement porteur. Compte tenu de l'urgence à agir pour relancer l'économie mondiale, de nombreux investisseurs souhaitent investir dans ce type de produit. Et ce d'autant plus volontiers qu'il s'inscrit parfaitement dans leurs stratégies d'investissement à impact. C'est pourquoi les premières émissions ont rencontré un franc succès : les carnets d'ordres ont été sursouscrits entre 4 et 7 fois.

Si ce démarrage est impressionnant, reste toutefois à savoir si l'on s'achemine vers la création d'un nouveau marché. Les premières opérations se sont, certes, très bien déroulées, car les Covid Bonds ressemblent peu ou prou à des social bonds, marché déjà bien rodé. Plusieurs écueils apparaissent néanmoins pour faire des Covid Bonds un nouveau standard. Les aides pour mitiger l'impact sociétal pourraient en théorie être demandées par de nombreux émetteurs, voire de pays pour des plans de relance à long terme. Il pourrait être difficile d'en démontrer l'impact social. Une étude du Green Hub de Natixis a récemment relevé qu'une majorité d'investisseurs souhaite avant tout financer les aides d'urgence pour mitiger les effets du Covid, et non pas les plans de relance à long terme. Un second écueil tient à la qualité des émetteurs qui ne sont pas tous ISR. Soucieuse de ne pas freiner les financements d'urgence, l'ICMA (International Capital Market Association) est assez souple sur l'emploi de ces nouvelles obligations, du moment qu'ils utilisent le « framework » préexistant des Social Bonds et qu'ils explicitent la part des use of proceeds spécifiquement dédiée à la remédiation des impacts Covid. Cependant, aucun contrôle de fait n'existe. Pour le moment, le risque de « Covid Bond Washing » ne s'est pas réellement matérialisé, car les émetteurs sont essentiellement des agences supranationales dont la raison d'être est l'impact sociétal et qui disposent généralement de solides process pour émettre des Social Bonds. Mais dans le futur la donne pourrait changer : des émetteurs Corporate n'ayant pas de Social bond Framework préexistant, ou pire, étant sujet à controverses sévères, pourraient être amenés à émettre sur le marché. Cela mettrait en porte-à-faux la qualité ISR des investissements dédiés à cette thématique.

Un marché de conviction en quête de maturité

Au-delà des aspects d'impact et de solidarité, rappelons qu'un Covid Bond est une obligation comme une autre dont l'appréciation dépendra du taux de rendement offert et du risque de crédit associé, lié naturellement à la qualité de l'émetteur de cette obligation. Si la qualité de crédit des émetteurs – tout au moins ceux qui ont émis des Covid bonds (majoritairement notés AA/AAA) – est plutôt un argument supplémentaire pour investir dans ces obligations, la performance, plus précisément le rendement absolu offert, pourrait être problématique dans le timing actuel, avec des rendements très bas.

S'il existe une catégorie d'investisseurs susceptible d'être plus particulièrement intéressée par cet outil, ce sont bien les investisseurs sensibles à la vocation sociale de leurs portefeuilles, à commencer par les assureurs. En parallèle, ces mêmes investisseurs sont exigeants en termes de rendements absolus. Cependant l'offre disponible à ce jour semble maigre, analysée sous cet angle de rendement.

Comme pour tout autre actif obligataire, nous pensons que l'intérêt financier porté aux Covid bonds dépendra surtout du format de l'investissement : un investissement jugé optimal dans le cadre d'un OPC peut ne pas l'être dans le cadre d'un mandat obligataire assurantiel ligne à ligne qui priorise la performance absolue (vs. performance relative), et inversement. Si dans un format OPC on peut penser que la contrainte d'acheter un taux de rendement très bas, voire négatif, n'est pas un frein à l'investissement, un mandat ligne à ligne serait en toute logique moins intéressé, dans le contexte actuel, pour investir dans ces obligations. En effet, le rendement absolu est encore très faible (par exemple les émissions Covid bond de l'IBRD, tous les deux notés AAA et EIB 8 ans, offrent respectivement des rendements de - 0,11 % et - 0,35 %). En revanche, des émissions comme l'Unedic 6 ans et l'Agence Française de Développement, notés AA, qui offrent respectivement des rendements de 0,11 % et 0,30 % (de surcroît avec un pickup par rapport à l'OAT), sont des exemples d'émissions qui peuvent trouver écho auprès des assureurs.

Il est à noter que, malgré l'engouement constaté (et anticipé) des investisseurs, les Covid bonds émises jusqu'à présent n'ont pas exigé une prime supplémentaire par rapport à des souches comparables sans l'étiquette de Covid Bonds, comme c'est le cas aujourd'hui des Green Bonds. Bien au contraire, les souscripteurs sur le marché primaire pour certaines émissions Covid Bonds ont même bénéficié, comme c'est la « coutume », d'une prime d'émission. L'émission BBVA 5 ans, Senior Preferred, en est l'exemple : cette dernière est valorisée à 112 bps (contre swap), soit une prime d'environ 10 bps par rapport à sa courbe sur le marché secondaire, et ce malgré une forte demande (4,8 Mds € dans le carnet d'ordre pour une souche de 1 Md €). Cela est, de notre point de vue, compréhensible dans la mesure où il s'agit d'un nouveau marché qui cherche une certaine adhésion.

Bien que la tendance soit prometteuse, la voie est encore longue pour cette catégorie d'actif et il nous semble prématuré de parler d'un marché de Covid bonds à part entière.

Nous pouvons citer au moins quatre défis à surmonter :

Un défi de gisement : comme indiqué plus haut, certes en termes de volumes, le marché semble croître rapidement avec un encours qui dépasse désormais les 100 Mds €, et ce en l'espace de trois mois. En revanche, ce marché reste pour l'essentiel concentré sur une catégorie d'émetteurs, les Supra/Agences en l'occurrence. Cela est compréhensible, vu la vocation de ces émetteurs. L'appétence du secteur privé à ce marché est pour le moment modeste, bien que nous notions récemment un début de tendance qui semble se dessiner. En effet, outre les deux Corporates qui étaient parmi les premiers émetteurs (Pfizer et Getinge), deux banques ont pris l'initiative dans cette tendance. Il s'agit de la Bank of America qui a émis le 14 mai une émission de 4 ans pour 1 Md \$ (sorti à T-notes + 130 bps), suivie par la banque espagnole BBVA qui a émis le 27 mai une obligation de maturité 5 ans à un rendement de 0,85 % (swap + 112 bps) pour un encours de 1 Md €. On peut s'attendre à ce que d'autres banques suivent le pas. Cela est d'autant plus important pour le développement de ce marché au regard du poids important que représente l'encours des émissions des banques au sein du marché du crédit. Naturellement, l'arrivée des Corporates – hors banques – sur ce marché sera une motivation supplémentaire pour élargir la base des investisseurs, notamment ceux qui sont contraints ou préfèrent acheter des taux de rendement strictement positifs, tels que les assureurs notamment dans le cadre de leurs portefeuilles dits ligne à ligne. L'engagement du secteur privé dans les émissions des Covid bonds serait sans doute un gage pour le développement de ce marché.

Un défi de timing : La présence timide des Corporates sur les Covid Bonds est pour le moment un « frein » à l'attractivité de ce marché. Dans le contexte actuel, devant la cherté des émissions de dettes souveraines, Supra et Agences (taux souverains et swap très bas), la classe d'actif Crédit demeure encore compétitive, et ce malgré le rallye de ce marché depuis son pic fin mars-début avril. Depuis la phase d'écartement (à partir de mi-mars), le marché obligataire est pour l'essentiel un marché de Crédit, avec des spreads de crédit à des niveaux encore intéressants. En ce sens, les éventuelles émissions de Covid bonds par les Corporates devraient connaître un succès important.

Un défi de liquidité : le degré de la maturité d'un marché s'apprécie aussi à travers la liquidité qu'il offre à ses intervenants, acheteurs comme vendeurs. Or, nous pensons qu'au regard de la typologie des investisseurs qui devraient être intéressés par ce marché (assureurs par exemple), nous ne serions pas étonnés de ne pas voir ces titres circuler sur le marché secondaire. Ce sont des titres censés être logés au fond de leurs portefeuilles (dans le but de les garder à maturité). En effet, n'oublions pas que l'achat des Covid bonds repose de prime abord sur un argument d'engagement de la part de l'investisseur. Toute chose égale, par ailleurs, à l'instar des Green Bonds par exemple, on s'attend à ce que les Covid bonds soient moins liquides que les obligations sans ces étiquettes, en attendant le développement de ce marché. Mais paradoxalement, par rapport à une obligation classique illiquide (tels que les placements privés) qui offre souvent une prime de rendement, la liquidité moindre des Covid bonds – dû à un effet de rareté – favoriserait au fil de temps un renchérissement.

Un défi de maturité : pour être attractif, un marché obligataire est censé offrir de la liquidité sur l'ensemble des segments de la courbe. Les investisseurs de type buy and hold ou buy and maintain, cherchant un revenu régulier dans le temps, seraient plus attirés par des émissions sur des maturités longues, plutôt à partir de 10 ans. Or l'essentiel du gisement disponible actuellement est concentré sur des maturités courtes et moyen terme. La maturité moyenne des émissions de Covid bond en euro et en USD est à ce jour autour de 5 à 6 ans (53 % de maturité à 5 ans). Cela réduit l'appétit des investisseurs qui cherchent du Carry, d'autant plus que la partie courte-médiane de la courbe de référence (swap) est assez chère, notamment en Europe (politique ultra-accommodante de la BCE) avec des taux absolus historiquement bas et pour l'essentiel négatifs.

Il est vrai que le gisement disponible est pour le moment limité pour les raisons citées plus haut, mais le développement du marché peut être confronté également à une problématique ISR plus générale, car il n'existe à date pas assez d'actifs ou de projets de qualité à impact à financer.

Pour conclure, le Covid Bond est un outil d'urgence à manier avec sélectivité. C'est un marché de conviction qui représente assurément un bon véhicule pour les investissements ISR. Cependant, d'un point de vue performance, il est en devenir : nous verrons probablement une évolution dans les prochains mois, sur des projets offrant des rendements intéressants.

Suivez-nous sur :

@ostrum-asset-management

@OstrumAM_FR

@Ostrum Asset Management



Ostrum
ASSET MANAGEMENT

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Mentions légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International – Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43, avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris. L'entité susmentionnée est une unité de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans, et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, y compris celles des tierces parties, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.