

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Le crédit à court terme : bien plus qu'une consigne pour le cash

Les investisseurs en titres à court terme peuvent surperformer le marché monétaire tout en minimisant la volatilité

Les investisseurs en crédit à court terme cherchent à éviter la volatilité de la valeur de leurs investissements, mais cherchent également à optimiser le rendement. Ces deux objectifs sont-ils compatibles ?

La réponse courte : oui. Il est possible d'obtenir un rendement nettement supérieur à celui du marché monétaire, tout en maintenant la volatilité et le risque en capital à un niveau minimum. Pour ce faire, la sélection de titres de crédit est essentielle, tout comme la vigilance à l'égard des caractéristiques changeantes des marchés du crédit. La qualité de crédit peut être encore améliorée grâce à l'intégration de facteurs ESG.

Crédit à très court terme : similaire au marché monétaire, avec un « twist »

Les clients institutionnels ont souvent besoin de placer des liquidités à court ou moyen terme, soit pour faire face à des engagements arrivant à échéance à un horizon de six à douze mois, soit en attendant de meilleures opportunités d'investissement.

Le marché monétaire n'est pas nécessairement la solution idoine pour répondre à cet objectif : s'il offre une protection du capital (sauf dans les circonstances les plus extrêmes), son horizon à très court terme et ses exigences réglementaires strictes peuvent limiter le rendement. En outre, les gérants de fonds monétaires doivent

être en mesure de répondre à des demandes de rachat importantes dans des délais très courts, ce qui les rend, à juste titre, très prudents.

Les investisseurs sur les marchés du crédit à court terme cherchent à générer un rendement supplémentaire par le biais de diverses approches.

« Notre approche à très court terme reproduit les lignes directrices des fonds monétaires en matière d'échéances et de sensibilité aux taux d'intérêt, mais elle est moins prudente à plusieurs égards. Notre objectif est de générer une amélioration stable du rendement dans la durée », explique Emmanuel Schatz, gérant de portefeuille senior chez Ostrum AM, un affilié de Natixis Investment Managers.

Comme pour le marché monétaire, Ostrum AM limite les échéances à un maximum de deux ans et la maturité moyenne du portefeuille est inférieure à un an. Les obligations étant à très court terme et conservées jusqu'à leur échéance, le portefeuille bénéficie de l'effet « pull-to-par » (convergence de leur prix vers la valeur nominale) qui tend à limiter la volatilité des cours.

Un autre moyen de contrôler la volatilité est de se couvrir contre les taux au jour le jour. Tout comme le marché monétaire garantit une exposition minimale aux risques de taux d'intérêt, le crédit à très court terme maintient ce risque à un niveau très bas en indexant au moins la moitié de ses actifs sur les taux au jour le jour. Si nécessaire,



Emmanuel Schatz
Gérant de portefeuille senior
Ostrum AM

Points clés :

- Si le crédit à très court terme partage certaines des caractéristiques prudentes du marché monétaire, il peut générer des rendements supplémentaires en élargissant son univers d'émetteurs
- Les notations de crédit classiques sont essentiellement axées sur les indicateurs financiers et ne reflètent donc pas tous les risques d'un titre de crédit donné. Ostrum Asset Management recherche des émetteurs dont les notations sous-estiment la valeur intrinsèque de l'entreprise
- L'intégration des critères ESG offre une protection supplémentaire contre le risque baissier et un accroissement de la valeur. Le processus d'investissement d'Ostrum AM intègre trois composantes ESG : La notation ESG, le calcul de l'intensité carbone et une politique anti-corruption

l'indexation peut aller jusqu'à 100 % de l'actif net pour isoler le portefeuille des variations de taux d'intérêt.

La principale différence réside dans le fait que l'équipe de gestion du portefeuille est libre d'investir sur l'ensemble du spectre des instruments de crédit (pour autant que l'émission ait une échéance inférieure à deux ans). Elle peut investir dans des obligations d'entreprises Investment grade, à haut rendement et non notées, ainsi que dans d'autres instruments, notamment des billets de trésorerie et des obligations convertibles dites « pure rate ».

Au-delà des notations de crédit

Toutefois, la principale source de création de valeur réside dans la sélection des émetteurs et des émissions.

Le gérant de portefeuille s'efforce de construire un portefeuille de conviction constitué d'entreprises présentant des modèles économiques de qualité. Cela nécessite des ressources considérables en matière de recherche. Avec 23 analystes crédit, dont des analystes en obligations durables, Ostrum AM dispose de l'une des équipes de crédit les plus importantes en Europe et couvre plus de 1 200 émetteurs à travers le monde.

L'accent est mis sur la recherche d'émetteurs à haut rendement qui offrent une plus grande sécurité que ne le laisserait supposer leurs notes de crédit. « Nous n'achetons généralement pas les obligations d'entreprises les mieux notées », explique Emmanuel Schatz. « Il s'agit souvent d'excellentes entreprises, mais dont le rendement est faible de sorte que nous ne sommes pas en mesure de générer la performance que les investisseurs attendent d'un instrument de crédit à très court terme ».

A contrario, Ostrum AM évite les entreprises dont les bénéfices et les flux de trésorerie futurs sont incertains. « Il ne s'agit pas d'un fonds de crédit ayant vocation à surperformer un indice », assure Emmanuel Schatz. « Nous visons une politique de zéro défaut, et nous ne recherchons donc que des entreprises robustes ».

L'approche d'Ostrum AM repose sur le sentiment que les notations de crédit traditionnelles sont excessivement axées sur les aspects financiers et ne reflètent donc pas nécessairement le contexte global d'un instrument de crédit donné. Le défi pour les agences de notation est de permettre de comparer les émissions

entre elles, ce qui les oblige à ne comparer que des indicateurs objectifs, tels que les ratios couramment utilisés.

Emmanuel Schatz ajoute : « Selon moi, les notations des agences ne fournissent souvent pas suffisamment d'informations pour évaluer la qualité intrinsèque de l'entreprise et sa dynamique propre ».

Quelques entreprises qui contredisent leur notation de crédit

Ostrum AM recherche des entreprises dont la note de crédit est visiblement trop faible par rapport à leur profil de risque. Dans les portefeuilles d'Ostrum, on trouve par exemple une entreprise européenne qui occupe une position de premier plan dans les infrastructures de télécommunications. Emmanuel Schatz explique : « Chaque fois que vous passez un appel téléphonique, l'entreprise reçoit une redevance. C'est une activité très défensive, qui ne dépend pas de la vigueur de l'économie puisque personne ne va cesser de téléphoner ».

Pourtant, cette entreprise n'est notée que BB+, ce qui la classe dans la catégorie du haut rendement. Pourquoi ? Parce qu'elle est fortement endettée et que les agences de notation ont tendance à sanctionner uniformément la notion d'endettement. Pourtant, la visibilité qu'offre cette entreprise permet à l'équipe d'être confiante dans le fait que les flux de trésorerie futurs permettront d'honorer le remboursement de la dette.

Un autre exemple est celui d'un grand constructeur automobile, qui était noté BB+ bien qu'il n'ait jamais généré de flux de trésorerie trimestriels aussi élevés et que son carnet de commandes soit bien rempli. « Ceci est un exemple d'incohérence dans les notations – qui s'explique par le fait que les agences ont besoin de constater plusieurs publications de chiffres encourageants avant de relever leurs notes et, de ce point de vue, elles peuvent être en décalage par rapport à la réalité », précise Emmanuel Schatz.

La volatilité macroéconomique crée des opportunités

Si la sélection bottom-up de titres constitue la principale valeur ajoutée, Ostrum AM calorise également le

portefeuille grâce à son analyse de la macroéconomie et des marchés du crédit.

Ostrum AM peut repositionner ses portefeuilles en fonction de ses anticipations en matière de taux directeurs à court terme, fondées sur sa recherche. Actuellement (en février 2024), Ostrum AM estime que les prévisions du marché selon lesquelles la BCE abaissera ses taux cette année ont été surévaluées et a positionné ses émissions européennes en conséquence.

« Le marché de l'emploi ralentit peut-être un peu, mais il reste assez bien orienté et nous pensons que la BCE fera tout ce qui est en son pouvoir pour éviter les effets secondaires de l'inflation », indique Emmanuel Schatz.

L'environnement macroéconomique peut également créer des opportunités à l'échelle des secteurs et des entreprises. Ostrum AM a estimé que les sociétés immobilières avaient corrigé de manière trop agressive début 2022, dans un contexte de hausse des taux. Emmanuel Schatz ajoute : « Les investisseurs ont tendance à vendre sans discernement, et cela prend du temps pour qu'ils fassent à nouveau preuve de discernement. Cela signifie qu'il est possible de dénicher des perles dans des secteurs en grande difficulté ».

« De même, l'exposition au haut rendement a été considérablement augmentée au cours de l'année 2020 afin d'investir de manière sélective dans des émissions « d'anges déchus » délaissés durant la crise du Covid.

Une approche ESG multidimensionnelle

L'approche ESG d'Ostrum AM apporte une valeur ajoutée supplémentaire. Le processus d'investissement ultra court contient trois composantes ESG principales : la notation ESG ; le calcul de l'intensité carbone ; et une politique anti-corruption.

La notation ESG vise à établir que la note ESG moyenne du portefeuille est meilleure que celle de l'univers de référence, filtré pour exclure les 20 % de scores ESG les plus faibles.

L'indicateur « E » de l'intensité carbone vise à identifier les émetteurs dont l'intensité carbone est, en moyenne, inférieure à celle de l'univers de référence, sur la base des scopes 1 et 2 du Protocole sur les gaz à effet de serre.

Par ailleurs, l'indicateur « G » de lutte contre la corruption garantit que le score anti-corrupcion du portefeuille est collectivement meilleur que celui de l'investissement de référence, sur la base d'une méthodologie MSCI. Seules les entreprises disposant d'une politique anti-corrupcion détaillée et formalisée sont éligibles à cet effet.

Enfin, l'approche est conforme aux politiques sectorielles et d'exclusion d'Ostrum AM, notamment en ce qui concerne le tabac, le charbon, le pétrole et le gaz, ainsi que les armes controversées.

Par conséquent, l'approche à très court terme relève de l'article 8 du règlement de l'UE en matière de finance durable (SFDR) et est également conforme au label ISR du gouvernement français.

Des signes encourageants

Tout porte à croire que 2024 pourrait être favorable aux obligations à courte échéance et à l'univers obligataire au sens large, car les taux d'intérêt restent relativement élevés et ne diminuent que progressivement.

Dans le même temps, le paysage de l'investissement reste complexe. Il n'est

donc pas surprenant que le crédit à court terme soit considéré comme un refuge et, de l'avis d'Ostrum AM, devrait rester une classe d'actifs générant des performances ajustées du risque solides dans un avenir proche.

Pour les investisseurs institutionnels frileux, tels que les compagnies d'assurance, qui ne sont pas à l'aise avec le risque de taux d'intérêt, les rendements actuels d'un portefeuille à court terme (supérieurs à 4 %) restent attrayants.

Publié en février 2024

Le présent document est fourni uniquement à titre d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels. Sauf mention contraire, les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur aux dates indiquées, et peuvent être soumis à changements. Il n'y a aucune garantie que les évolutions du marché refléteront les prévisions indiquées dans le présent document.

Notes additionnelles

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés 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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles 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.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités 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, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, 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.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable

Ostrum Asset Management

Une société affiliée à Natixis Investment Managers.

Société anonyme avec Conseil d'Administration.

Capital social de 50 938 997 €.

Réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP 18000014.

RCS Paris n° 525 192 753.

43 Avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris, France.

www.ostrum.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681

Capital : 178 251 690 €

43 avenue Pierre Mendès-France

75013 Paris

www.im.natixis.com

HUBINT24FR-0224