

Flash Dettes Subordonnées

Rédigé le
11 | 06 | 2020

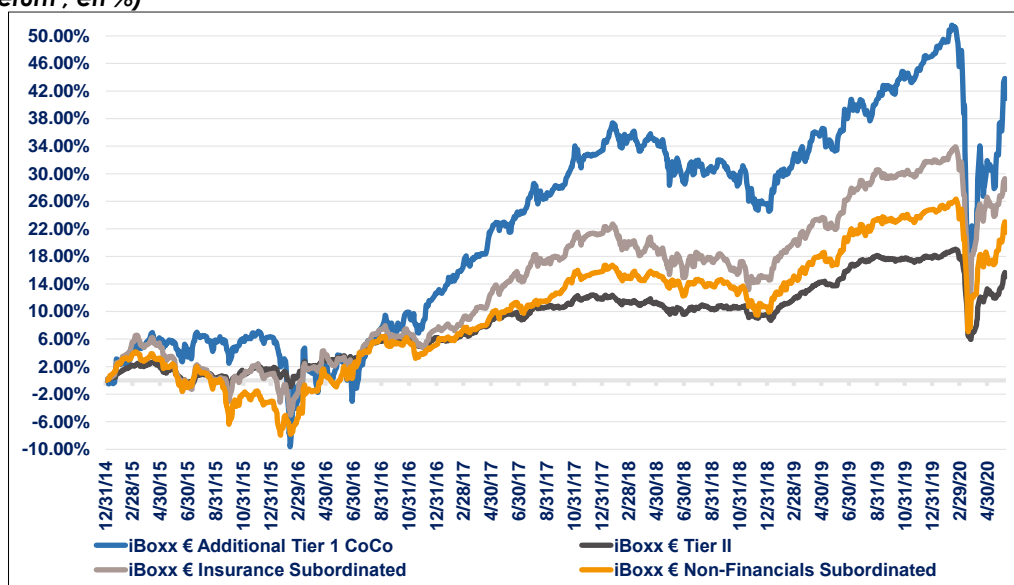
Quelles perspectives après le rebond ?

Les dettes subordonnées émises par les établissements bancaires, compagnies d'assurance et entreprises non-financières ont été logiquement très fortement impactées par la crise sanitaire et économique de ces derniers mois, mais ont vu leurs valorisations se redresser significativement ces dernières semaines, à l'instar des marchés Actions ou des obligations High Yield.

À y regarder de plus près, le tableau tend néanmoins à se complexifier, avec différentes problématiques afférentes aux structures subordonnées : suspensions ou non des paiements de coupons, exercices ou non des options de remboursement anticipé (« calls ») ou encore changements de réglementations et législations bancaires.

Nous faisons ici un point sur les valorisations actuelles du marché, les problématiques spécifiques aux obligations subordonnées et les tendances fondamentales des émetteurs.

Evolution de la performance totale normalisée à fin 2014 des indices de dettes subordonnées iBoxx (total return ; en %)



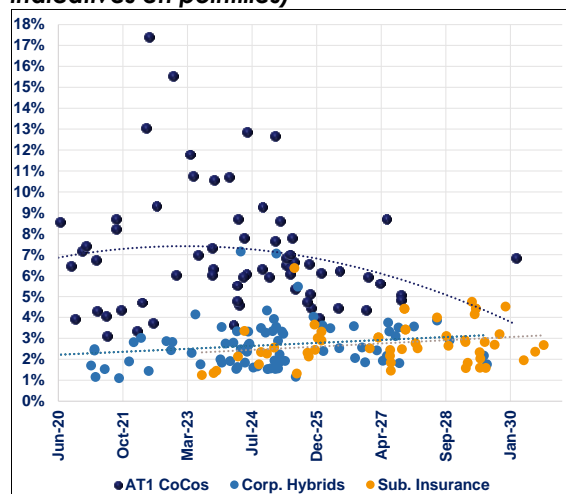
Sources : Markit, Bloomberg, La Française AM. Données au 10 juin 2020.

Comme on peut le constater sur le graphique ci-dessus, **les performances des classes d'actifs de dettes subordonnées ont été rapidement et lourdement affectées par la propagation et les conséquences du Covid-19**. Les dettes bancaires Additional Tier 1 (AT1, aussi appelées CoCos) ont subi un recul sans précédent de 29% entre le 21 février et le 19 mars, contre -16% pour les dettes subordonnées d'assurance, -15% pour les dettes non-financières Hybrides Corporates et -11% pour les dettes bancaires Tier 2 sur la même période (indices iBoxx € pris en référence). **La sous-performance importante des AT1€ vient de plusieurs facteurs**, dont un caractère plus « High Beta » par rapport aux autres segments, des pondérations plus importantes sur des émetteurs italiens et espagnols et un « repricing » massif des souches en fonction des probabilités de calls des titres. Nous avons cependant constaté une fois de plus durant cette période combien les CoCos demeuraient plus liquides dans les moments de stress que d'autres segments de dettes subordonnées, voire même plus liquides que certains pans du segment Investment Grade, en dépit de leur caractère pourtant potentiellement plus volatil.

La baisse généralisée des marchés a davantage affecté les AT1€ qui sont cependant restées bien plus liquides que de nombreux autres actifs

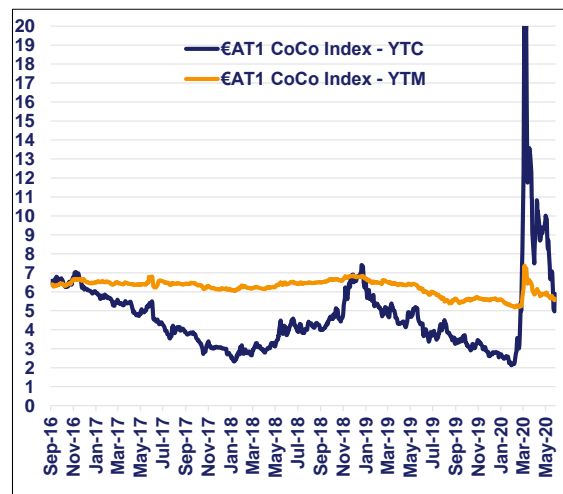
Le marché s'est par la suite fortement redressé sous l'impulsion de deux facteurs : mesures de soutien massives des Etats et des banques centrales et amélioration plus rapide que prévu de la situation sanitaire. **Les messages rassurants sur l'unité du front européen face à la crise et le soutien franc et significatif de la BCE sur le marché obligataire ont entraîné un resserrement important et rapide des spreads**, avec une surperformance des dettes AT1 CoCos. Ainsi, la performance des principaux segments de dettes subordonnées n'affiche plus qu'un recul d'environ 2-4% depuis le début de l'année (performances YTD au 10 juin selon les indices iBoxx€).

Rendements aux dates de call d'une sélection de souches subordonnées euro-benchmark en fonction de leur classe d'actifs (courbes de taux indicatives en pointillés)



Sources : Bloomberg, La Française AM. Données au 11 juin 2020.

Rendement au call et rendement à maturité moyens de l'indice AT1€ de Credit Suisse (en %)



Sources : Credit Suisse, Bloomberg, La Française AM. Données au 10 juin 2020.

Fort redressement des subordonnées et plus particulièrement des AT1, grâce aux plans de soutiens historiques des gouvernements et des banques centrales.

La reprise se fait cependant en ordre dispersé

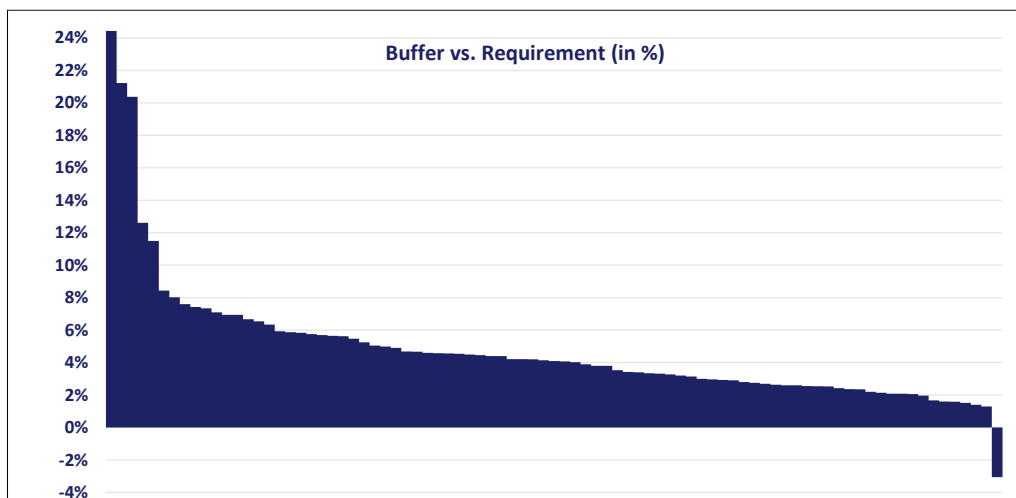
Les valorisations demeurent encore aujourd'hui très dispersées selon les segments, les notations, les secteurs et les pays d'émission. Les Corporates Hybrides reflètent des écarts de valorisation qui dépendent pour l'essentiel des secteurs des entreprises émettrices. Ainsi, une hybride Accor remboursable (« callable ») en 2025 offre aujourd'hui un rendement de 7.0%, tandis qu'une souche Engie aussi callable en 2025 ne traite qu'à un rendement proche de 1.9%. Du côté des dettes subordonnées d'assurance, le pays d'émission demeure la principale variable explicative des variations de spreads et de prix, si l'on prend en exemple le rendement d'une dette subordonnée perpétuelle de Generali callable en 2025 qui offre un rendement au call de 3.5%, tandis qu'une souche équivalente d'AXA ne traite qu'à 2.0% de rendement.

Les valorisations sur les AT1 CoCos sont encore plus hétérogènes, comme on peut le voir sur le mapping de rendements des souches par rapport à leurs dates de calls (ci-dessus à gauche). Celles-ci dépendent des facteurs mentionnés ci-dessus, mais doivent aussi prendre en compte des **aspects techniques relatifs aux exercices potentiels des options de calls**, à savoir : (i) la date du 1^{er} call, (ii) le coupon théorique en cas de non-remboursement de la souche, (iii) la fréquence des dates de calls suite au 1^{er} non-call, (iv) la situation de l'émetteur en termes de ratios de solvabilité et de besoins réglementaires d'émissions subordonnées.

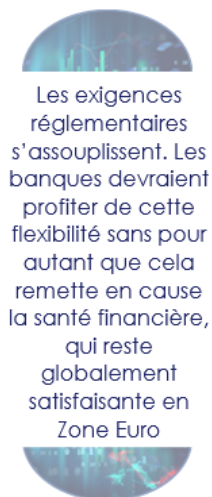
CHANGEMENTS DE RÉGLEMENTATIONS ET LÉGISLATIONS BANCAIRES

Du côté des banques européennes, les multiples changements réglementaires intervenus ces trois derniers mois nous ont conduit à modifier nos calculs des coussins de fonds propres au-delà des exigences réglementaires, ce qui permet d'estimer à la fois les risques d'intervention des régulateurs (bail-in potentiel) et les risques de suspensions automatiques des paiements de coupons des AT1 CoCos. Le graphique ci-dessous met en évidence le résultat de nos calculs sur 85 banques européennes dont nous suivons l'évolution de la santé financière via une base de données. Hormis Banca Carige, dont les derniers chiffres complets de solvabilité publiés à fin juin 2019 font état d'un déficit important de fonds propres (la banque a depuis été recapitalisée), **toutes les banques présentent des fonds propres bien en excès des minima réglementaires.**

Coussins de fonds propres de 85 banques européennes par rapport aux exigences réglementaires minimum (en tenant compte des déficits éventuels de dettes subordonnées ; en % des risk-weighted assets)



Sources : sociétés, BCE, La Française AM. Données sur la solvabilité les plus récentes disponibles (fin mars 2020 pour la majeure partie de l'échantillon, sinon décembre 2019 et juin 2019 uniquement pour Banca Carige).



En ce qui concerne les trimestres à venir et les évolutions de ces coussins de fonds propres, **nous nous attendons à ce que les banques européennes utilisent pleinement la flexibilité que leur accordent les législateurs et régulateurs dans les règles de provisionnement des encours de créances douteuses (Non-performing loans) tout en préservant leurs bases de fonds propres grâce au non-versement des dividendes.** Par ailleurs, **les banques devraient selon nous émettre davantage de dettes Tier 2 et AT1 CoCos** afin de maximiser leurs coussins de fonds propres suite au changement réglementaire intervenu sur la composition du P2R. Commerzbank a par exemple émis 750mEUR de Tier 2 et 1,25mdEUR d'AT1 ces deux dernières semaines, ce qui lui permet de faire progresser ses coussins de fonds propres d'un montant équivalent.

Nous ne sommes pas inquiets outre mesure sur la santé financière des banques européennes, car elles devraient demeurer soutenues par les allègements réglementaires dont nous récapitulons les principales mesures dans la pastille ci-dessous. D'autre part, **elles sont entrées dans cette crise avec des situations financières bien plus confortables que lors des précédents retournements macroéconomiques** et même les banques qui ont encore des bilans problématiques comme Monte dei Paschi ou les banques grecques poursuivent actuellement leurs mesures drastiques de réduction/cession des encours de créances douteuses.

Récapitulatif des principales mesures de soutien réglementaires et législatives pour le secteur bancaire européen prises entre mars et avril 2020

- La commission européenne a suspendu les règles de bail-in : les aides publiques d'Etats (recapitalisations) peuvent être fournies sans que cela n'affecte les dettes subordonnées (CE, mars 2020)
- Les exigences de fonds propres ont été assouplies : les banques sont autorisées temporairement à ne plus respecter les exigences relatives au Capital Conservation Buffer et à la Pillar 2 Guidance, tandis que le coussin contracyclique a été abaissé à 0%. (BCE, mars 2020)
- D'après les analystes actions de la Société Générale, ces mesures devraient libérer environ 440 mds EUR de fonds propres (3.5-4% des RWAs)
- Les banques peuvent déroger au respect du Liquidity Coverage Ratio (BCE, mars 2020)
- Les règles pour calculer le ratio de levier (Leverage ratio) ont été assouplies (CE ; avril 2020)
- Les règles de calcul des RWAs de marché ont été assouplies (BCE ; avril 2020)
- Accès facilité et moins onéreux encore aux opérations de liquidité de la BCE (TLTROs, PELTROs, LTROs) avec des règles de collatéral éligibles élargies (BCE ; mars et avril 2020)
- Plus de flexibilité dans les règles comptables de reconnaissance des provisions pour créances douteuses (la règle dite d'IFRS 9) (BCE et CE ; mars et avril 2020)

Sources : Mécanisme de Supervision unique (SSM), BCE, Commission européenne, La Française AM.

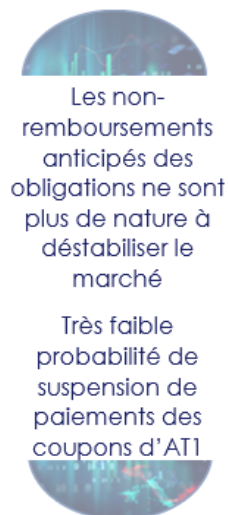
OPTIONS DE REMBOURSEMENT ANTICIPÉ ET PAIEMENT DE COUPONS

Il faut garder en tête que le non-call d'une AT1 CoCo n'a aujourd'hui plus rien de tabou et que plusieurs émetteurs ont choisi de ne pas exercer ces options ces 18 derniers mois sans que cela n'affecte outre mesure la valorisation de leurs autres souches subordonnées. Si **l'intérêt économique pour l'émetteur de rembourser ou non un titre demeure le principal facteur décisionnel** (dit autrement, vaut-il mieux pour la banque émettre un nouveau titre moins onéreux et rembourser l'existant ou bien garder l'existant en circulation car le coût d'une nouvelle émission excéderait celui du titre non-rappelé avec son nouveau coupon ?), **il faut aussi prendre en compte d'autres facteurs**, et notamment la hausse des besoins d'émissions de titres subordonnés AT1 CoCos et Tier 2, qui résulte de modifications réglementaires récentes (un des piliers d'exigences de fonds propres réglementaires, Le *Pillar 2 Requirement* (P2R), peut désormais être composé partiellement de dettes subordonnées). Enfin, l'aspect réputationnel garde une importance relative, en particulier dans le cas où l'émetteur dispose d'un coût de refinancement potentiel proche de celui du non-exercice de call.

Décisions récentes sur les calls des AT1 libellées en EUR, GBP et USD

Issuer Name	Amount	Coupon (%)	First Call Date	Decision	ISIN
DNB Bank	USD750m	5.75	March 26	Called	XS1207306652
StanChart	USD2bn	6.5	April 2	Called	US853254AT77
Danske Bank	EUR750m	5.75	April 6	Called	XS1044578273
ING Groep	USD1bn	6.0	April 16	Called	US456837AE31
Aareal Bank	EUR300m	7.625	April 30	Extended	DE000A1TNDK2
Aldermore Gp	GBP75m	11.875	April 30	Called	XS1150025549
Deutsche Bank	USD1.25bn	6.25	April 30	Extended	XS1071551474
SEB	USD1.1bn	5.75	May 13	Called	XS1136391643
Bank of Ireland	EUR750m	7.375	June 18	Called	XS1248345461
Lloyds Bk	EUR750m	6.375	June 27	Extended	XS1043545059
Rabobank	EUR1.5bn	5.5	June 29	Called	XS1171914515

Sources : Crédit Agricole CIB, Bloomberg.



Ces dernières semaines, Bank of Ireland a émis un nouveau titre AT1 CoCo avec un coupon de 7.5% afin de préfinancer le call de son titre existant, qui sera exercé le 18 juin. ABN Amro a de son côté lancé un nouveau titre AT1 le 8 juin 2020 afin – très certainement – d'annoncer dans les semaines à venir le remboursement de sa souche 5.75% avec une date de call en septembre 2020. Des mouvements similaires de la part d'autres émetteurs sont à prévoir, si tant est que le coût de financement leur paraisse attractif. Dans tous les cas, **un non-exercice de call ne signifie pas que le titre n'a plus de « valeur » pour un investisseur, car il garde toujours « au moins » un effet portage considérable, que l'on peut approximer par le rendement à maturité, qui est actuellement à 5.6% en moyenne pour le gisement des AT1€** (voir graphique page 2 à droite).

Nous avons déjà abordé la problématique de l'**éventualité de la suspension des paiements de coupons sur les AT1 CoCos** dans des communications précédentes et nous réitérons ici notre vue que **ceux-ci ne sont pas en risque**, contrairement aux dividendes, qui ont quant à eux été suspendus jusqu'à octobre 2020 au moins (et vraisemblablement au moins jusqu'à janvier 2021). Cela a été plusieurs fois souligné par Andrea Enria, le président du conseil de surveillance prudentielle de la BCE et cela a été **une fois de plus confirmé cette semaine par le Parlement européen** qui n'a voté aucune interdiction de paiement de coupon d'AT1 CoCo dans la révision de la dernière directive sur les fonds propres bancaires (CRR/CRD).

En revanche, **il peut exister un risque de suspension des paiements de coupons des dettes hybrides pour les entreprises non-financières qui reçoivent une aide d'Etat visant à les recapitaliser dans le cadre spécifique de la crise du Covid-19**, tant que celles-ci n'ont pas remboursé cette aide. Cela a été décidé le 8 mai par la Commission européenne dans un amendement à son cadre législatif sur les aides d'Etat. Cependant, le diable est dans les détails et les mesures suspensives pourraient être dérogeables selon la forme que prendrait l'aide d'Etat. À ce jour-ci, il peut exister un tel risque pour Lufthansa, qui dispose d'une dette hybride en circulation, mais le prix de celle-ci (environ 84-85% selon Bloomberg le 9 juin) le reflète déjà largement. **Nous estimons que le risque de suspension automatique des coupons d'hybrides pour des émetteurs tels qu'EDF, Volkswagen, Orange, Telefonica, etc., n'est pas à l'ordre du jour.** À titre d'exemple théorique, dans le cas où EDF (détenu à plus de 80% par l'Etat français) procéderait à une augmentation de capital à des conditions de marché « classiques », celle-ci n'entraînerait aucunement selon nous une suspension des paiements de coupons de ses dettes hybrides... en sachant que **les coupons non-versés demeurent cumulatifs, donc doivent être payés in fine !**

En ce qui concerne les **fondamentaux** des entreprises européennes, il est encore trop tôt pour pouvoir présumer de l'évolution de leur profil de crédit. Nous avons cependant jugé les résultats du T1 2020 comme satisfaisants dans l'ensemble pour les émetteurs Investment Grade de dettes Corporate Hybrides. Les notations de certains émetteurs ont subi des abaissements, mais la tendance reste bien plus maîtrisée *a priori* que sur le segment High Yield. Les compagnies d'assurance européennes ont quant à elles subi des réductions contenues de leurs marges de solvabilité (en référentiel Solvabilité 2) et elles gardent des niveaux de solvabilité très conséquents. Certaines ont par ailleurs ajusté leurs prévisions de distributions de dividendes à la baisse (voire les ont supprimés totalement), ce qui permet de soutenir leurs ratios de fonds propres.

PERSPECTIVES

En termes de perspectives, nous demeurons confiants sur la qualité sous-jacente des émetteurs de dettes subordonnées dans leur ensemble, bien que les résultats à venir du T2 et T3 soient à surveiller de près. Les émetteurs et titres les plus en risque sont déjà identifiés par le marché selon nous et cela se reflète dans les valorisations de leurs titres.

Dans cet environnement, nous privilégions les AT1 CoCos, qui offrent des rendements attractifs, que ce soit en valeur absolue ou en valeur relative par rapport aux autres segments de dettes subordonnées ou encore face au High Yield BB européen. Nous pouvons apprécier les souches à calls proches dont les prix affichent des décotes par rapport à la valeur de remboursement ou encore les souches à calls intermédiaires avec des formules de « coupon reset » attractives (i.e. des souches à effet « portage » important). Nous privilégions les souches AT1 CoCos européennes et libellées en €, qui demeurent décotées face à leurs équivalents en \$, même si ces dernières peuvent faire preuve d'une liquidité supérieure dans certains cas, grâce à une base d'investisseurs plus large.

En ce qui concerne les dettes subordonnées émises par des compagnies d'assurance ou bien des entreprises non-financières, nous demeurons à l'aise sur les fondamentaux des émetteurs sous-jacents (essentiellement dans des secteurs dits « défensifs ») et nous estimons que les valorisations peuvent demeurer soutenues par les programmes d'achats de dettes d'entreprises senior unsecured de la BCE (Corporate Sector Purchase Programme). Sur ces segments, nous avons tendance à privilégier les titres avec des durations plus élevées, dont le potentiel de resserrement de spread est supérieur.

En conclusion, nous estimons que les dettes subordonnées demeurent des titres attractifs dans l'environnement actuel du fait de rendements toujours attractifs (que ce soit en rendement à maturité ou aux dates de calls) et de fondamentaux plus défensifs que sur certains secteurs et entreprises High Yield. L'évolution des prix durant les mois à venir devrait selon nous rester corrélée à la fois aux perspectives sur les spreads souverains en Europe et aux principaux marchés Actions européens et américains.

Publication destinée aux clients professionnels au sens de la Directive MIF.

Un investissement en Cocos s'adresse aux investisseurs professionnels tels que définis ci-dessous. La clientèle non-professionnelle est hors scope (cible négative).

Investisseurs présentant les caractéristiques suivantes :

- Bonne connaissance des produits et transactions financiers
- Expérience dans le secteur financier

Un investissement en Cocos n'est pas adapté aux clients non-professionnels à moins qu'ils bénéficient des services d'un conseiller en investissement et que l'investissement soit réalisé dans une optique de diversification ou que l'investissement soit réalisé dans le cadre d'un mandat de gestion discrétionnaire.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication, sont susceptibles d'évoluer ultérieurement et peuvent différer d'autres sociétés de gestion. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. Il est rappelé, par ailleurs, que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Publié par La Française AM Finance Services, dont le siège social est situé au 128 boulevard Raspail, 75006 Paris, France, société réglementée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel en tant que prestataire de services d'investissement sous le numéro d'immatriculation 18673 X, société affiliée de La Française. La Française Asset Management a obtenu l'agrément n°GP97076 de l'Autorité des marchés financiers le 1er juillet 1997. Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org ; ACPR www.acpr.banque-france.fr



Les fondamentaux des émetteurs nous semblent solides

Les AT CoCos offrent davantage de valeur

Les dettes subordonnées devraient rester corrélés aux spreads des Etats européens et aux actions dans les mois à venir



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00

www.la-francaise.com