

Au-delà du brouillard

Achevé de rédiger
le 18 | 03 | 2020

S'astreindre dès aujourd'hui à prendre du recul pour construire l'après-crise

Comme pour les crises précédentes, les temps que nous traversons actuellement ne sont pas forcément propices à la prise de risque. Nous pensons néanmoins que l'effort doit être fait pour analyser froidement les valorisations et identifier les opportunités qui, nous le savons tous, lorsqu'elles peuvent être saisies dans ces périodes troubles, constituent souvent le socle des performances de demain.

Certains marchés ont des airs de capitulation : Les valorisations des dettes Additional Tier 1 (CoCos) nous semblent ainsi particulièrement faibles au regard des fondamentaux.

Sans sous-estimer les impacts économiques majeurs de cette crise, les programmes de relance annoncés par les gouvernements et les dispositifs mis en place par la Banque centrale européenne sont de nature à rassurer. Les annonces de la BCE le 18 mars en sont une preuve supplémentaire. Le temps n'est plus à la main invisible, mais bien à l'interventionnisme pour relancer au plus vite l'économie et le secteur bancaire est clairement l'axe de transmission vers l'économie réelle qu'il nous faudra préserver à tout prix.

Les banques européennes ont la particularité d'évoluer depuis plus d'une décennie dans un contexte réglementaire hautement prudentiel, qui a massivement privilégié la solidité des bilans au détriment des actionnaires. Fortes de fonds propres gigantesques, elles présentent également une gestion du risque nettement plus prudente qui ne laissera aucune place au fameux « hasard moral », si les institutions devaient renforcer les mesures de soutien.

La classe d'actifs des dettes subordonnées bancaires est ainsi clairement notre conviction sur le marché du crédit en raison de leurs valorisations et d'un risque de crédit extrêmement faible sur le secteur.

Jean-Luc HIVERT
Directeur Général de LFAM

MARCHÉ DES OBLIGATIONS SUBORDONNÉES

La distorsion des valorisations sur le marché du crédit s'est poursuivie ces derniers jours, aggravée par la raréfaction de la liquidité, que ce soit sur les dettes subordonnées, le High Yield ou même l'Investment Grade, où les prix n'ont pas toujours pu refléter la réalité des marchés. En ce qui concerne les dettes subordonnées, nous arrivons sur des **niveaux inédits et dénués de tout sens économique**, aussi bien en absolu qu'en valeur relative au sein même des segments. En effet, les prix ont chuté de manière souvent indistincte, quels que soient les durations des obligations, leurs notations ou bien les fondamentaux des émetteurs sous-jacents, **certaines titres ayant été davantage cédés rapidement car considérés comme « moins risqués » ou plus liquides théoriquement.**

Au 18 mars, les indices Markit iBoxx de dettes subordonnées affichent des niveaux de spreads et rendements très élevés. L'indice iBoxx EUR Contingent Convertible (CoCos AT1) affiche ainsi un Z-spread moyen de 1509bps pour un rendement annualisé de 14.5% selon les hypothèses les plus conservatrices (yield to worst), alors que celui-ci n'avait jamais dépassé 10% depuis la création de l'indice en janvier 2014 et qu'il s'affichait encore à 4.1% à fin février 2020. Si l'on prend l'indice iBoxx EUR Financials Subordinated, qui n'est plus composé que de dettes Tier 2 aujourd'hui, mais qui contenait aussi avant des Tier 1 (non CoCos), il faut revenir à avril 2009 pour retrouver de tels rendements, dans un secteur bancaire qui ne ressemblait en rien à celui d'aujourd'hui.

Bien entendu, la **crise sanitaire** actuelle, couplée à la chute brutale des cours du pétrole, aura des **conséquences économiques importantes**, en particulier pour les entreprises non-financières selon nous, mais nous remarquons que **le marché n'a pas encore le recul nécessaire pour prendre en compte les innombrables mesures de soutien** prises par les gouvernements et banques centrales du monde entier. Parmi celles-ci, nous soulignons les mesures annoncées au profit du secteur bancaire européen par la BCE, qui visent à relâcher temporairement les contraintes de fonds propres et à favoriser l'accès à une liquidité élargie et bon marché. Les banques ont largement fait progresser leurs ratios de fonds propres ces dernières années et ont nettement amélioré la qualité de leurs bilans, notamment en réduisant les encours de créances douteuses. **Nous sommes loin des risques systémiques** qui prévalaient encore au début de l'année 2016, où les banques italiennes ainsi que Deutsche Bank faisaient chanceler l'ensemble du secteur.

MARCHÉ DES OBLIGATIONS COCOS

Si l'on se concentre sur le marché des CoCos libellées en EUR, la majorité du gisement traite aujourd'hui à des prix compris entre 50% et 70% du pair. Certains titres ayant perdu plus de 40% de leur valeur en quelques semaines seulement. Prenons la banque néerlandaise ABN Amro, notée A1/A par Moody's et S&P, qui bénéficie de très bons fondamentaux et d'une solvabilité confortable, puisque son ratio de fonds propres durs (*Common Equity Tier 1*) s'élevait à 18.1% à fin décembre 2019, ce qui lui permettait alors d'afficher un coussin de fonds propres réglementaires de 6,6mdsEUR, soit une distance confortable par rapport à un éventuel risque de non-paiement de coupon sur ses CoCos et d'intervention du régulateur. À la suite des différents allègements décidés ces derniers jours (dérogations dans le respect du Capital Conservation Buffer, réduction à 0% du coussin contracyclique et abaissement du coussin systémique à 1.5% contre 3% auparavant), la distance d'ABN Amro par rapport à ses exigences réglementaires passe à 11,1mdsEUR, toutes choses égales par ailleurs. Pourtant, le spread de la souche CoCo d'ABN Amro avec un coupon de 4.75% affiche aujourd'hui un Z-Spread avoisinant les 970bp¹, soit un rendement de 9.9% pour un remboursement théorique en 2027, alors que ce titre est noté Ba1/BB+ par Moody's et Fitch. Le prix de cette obligation s'est effondré de 39 points en seulement un mois, et intègre désormais des niveaux de risques considérables, en termes de risque d'extension, voire de risques de non-paiements de coupon, alors même que ce risque nous paraît toujours très éloigné.

¹ Source : Bloomberg au 18 mars 2020 pour un prix mid de 74%.

NOS CONVICTIONS

Ainsi, nous considérons que **les niveaux actuels** des dettes subordonnées européennes, et plus particulièrement sur les CoCos, **offrent des points d'entrée attractifs**, et ce même dans un environnement macroéconomique détérioré et encore incertain sur l'impact de la crise du Covid-19, grâce aux mesures de soutien annoncées et potentiellement celles encore à venir par les gouvernements et banques centrales, avec en particulier le lancement du nouveau programme d'achat d'obligations de 750mdsEUR de la BCE (nommé PEPP), en plus de l'enveloppe de 120mdsEUR supplémentaires pour le QE déjà existant. Nous voyons notamment des opportunités sur les titres dont les prix sont faibles (entre 50% et 70%) car ils intègrent des probabilités quasi nulles de rappel à la première date de remboursement, alors même que celles-ci sont relativement éloignées (d'ici 4 à 7 ans dans la plupart des cas), horizon sur lequel nous pouvons estimer que l'impact de la crise actuelle aura été absorbé. Par ailleurs, les conditions extrêmes de marché n'ont pas empêché ING Group et SEB AB d'annoncer cette semaine qu'elles allaient rembourser leurs CoCos libellés en USD dont les échéances sont proches, ce qui montre que les problématiques de remboursement sont à la fois fonction de l'intérêt économique de l'émetteur, mais aussi de ses contraintes réglementaires ou de refinancement.

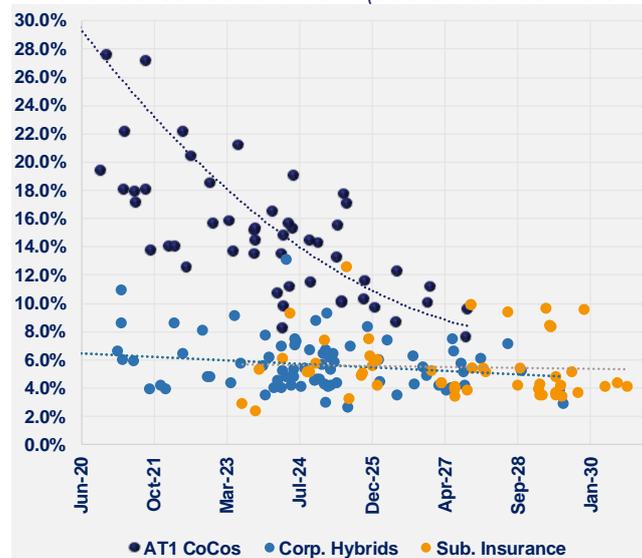
LA GESTION DES DETTES SUBORDONNÉES A LA FRANÇAISE

Nous gérons des dettes subordonnées depuis 2008 et avons traversé de multiples tempêtes et vécu de multiples mutations des segments (naissance des CoCos et Restricted Tier 1 d'assurances, développement des Corporate Hybrides...). A travers ces époques, nous avons toujours su et continuerons toujours de privilégier les actifs liquides provenant d'émetteurs de qualité et la granularité au sein de nos portefeuilles. Ainsi, les notations émetteurs moyennes de La Française Sub Debt et La Française Global CoCo sont respectivement de « A- » et « A », tandis que les fonds se diversifient respectivement sur 134 et 100 titres obligataires. Enfin, respectivement 86% et 74% sur des souches en portefeuille affichent un encours en circulation supérieurs à 500mEUR (souches dites *benchmark*), ce qui leur octroie usuellement une meilleure liquidité que des souches de tailles moindres !

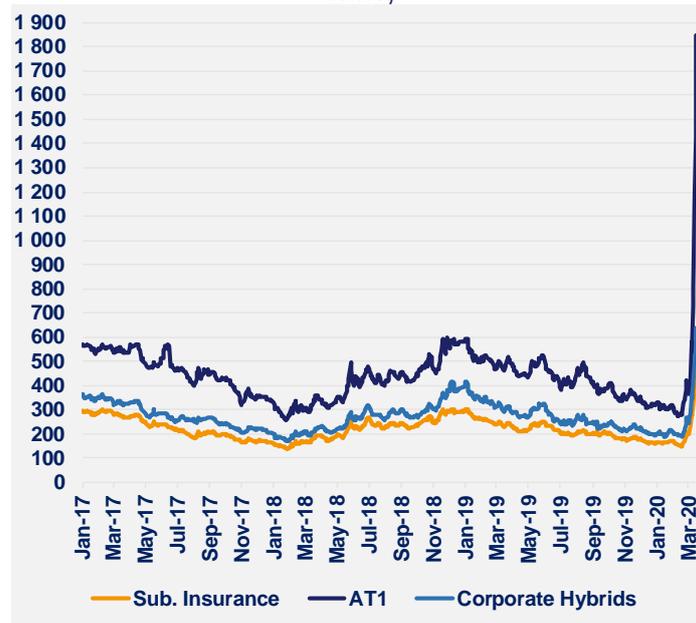
Au travers des crises passées, la classe d'actif des subordonnées financières a connu plusieurs fenêtres d'opportunité. **Nous avons ainsi identifié en février 2016 une exagération sur le marché des CoCos, sur lequel La Française Sub Debt s'était alors massivement surpondéré.**

Nos deux fonds spécialisés sur la classe d'actifs des dettes subordonnées offrent actuellement des **profils de rendement très attractifs**. La Française Sub Debt affiche un rendement moyen de 10.5% selon les hypothèses les plus conservatrices, tandis que celui de La Française Global CoCo en EUR se situe à 12.6%, soit des niveaux historiques en termes absolu, qui constituent d'après nous une opportunité de marché. A condition d'être prêts à supporter quelques semaines supplémentaires de volatilité, nous estimons aujourd'hui que la valorisation de cette classe d'actif constitue d'ors et déjà une opportunité d'investissement, alors même que nous savons que cette crise n'est pas terminée.

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



Evolution des spreads contre benchmark d'indices de dettes subordonnées en euro (en bp ; indices Credit Suisse)



Sources des graphiques : La Française AM, Bloomberg, Credit Suisse. Données au 18 mars 2020. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs.

**Paul Gurzal (Responsable de la gestion Crédit) et
Jérémy Boudinet (Gérant-analyste Crédit)**



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

Performances arrêtées au 18/03/2020. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Publication à caractère informel destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF.

Éditée par La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 (www.amf-france.org).

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 et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. 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. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com

Publication exclusivement destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.