
Les mesures prises face à la pandémie ne remettent pas en cause nos préférences en matière de crédit

Obligations | Septembre 2020



Christopher Hult
Portfolio Manager,
Investment Grade



Paul Smillie
Senior Investment Analyst



Rosalie Pinkney
Senior Credit Analyst

- **Les responsables politiques ont pris plusieurs mesures pour empêcher le secteur bancaire d'amplifier le choc engendré par la pandémie de Covid-19 et en faire, au contraire, une partie de la solution.**
- **Nous pensons que les banques disposent de suffisamment de fonds propres et de liquidités pour surmonter la pandémie.**
- **Malgré la récente surperformance des obligations seniors privilégiées (SP), nous restons confiants quant à la pertinence de notre thèse initiale et n'avons pris que quelques positions très ciblées sur les obligations seniors non privilégiées (SNP).**
- **La principale modification de notre exposition aux émetteurs bancaires réside dans le recentrage sur les institutions de pays affichant une situation budgétaire solide.**

Au quatrième trimestre 2019, nous avons expliqué pourquoi nous pensions que les obligations SP émises par des banques, qui sont selon nous le fruit de la dernière grande étape de la refonte de la réglementation du secteur bancaire engagée il y a dix ans, étaient une opportunité intéressante à un stade avancé du cycle¹. Depuis lors, le monde a beaucoup changé, notamment la réglementation bancaire dans le sillage de la pandémie de Covid-19.

¹ All credit to European banks' senior preferred bonds, par Christopher Hult et Paul Smillie, novembre 2019

Dans notre thèse initiale, nous soutenions que la valorisation des obligations SP pourrait finir par s'approcher de celle des obligations sécurisées avec des spreads par rapport aux swaps légèrement supérieurs à 10 points de base (pb) à mesure que leur encours diminuait et qu'elles devenaient de moins en moins vulnérables à des pertes. Les programmes adoptés en urgence pour atténuer les répercussions de la pandémie de Covid-19 sont-ils susceptibles de précipiter cette issue ?

D'après nous, l'impact net des mesures prises conforte notre thèse et nous continuons de privilégier les obligations SP aux obligations SNP malgré leur récente surperformance (cf. figure 1). Si le ratio actuel SNP/SP avait déjà existé en 2019, nous aurions probablement été tentés d'échanger plusieurs de nos positions sur des SP contre des SNP. Toutefois, dans la mesure où le contexte réglementaire et économique est aujourd'hui très différent, ce ratio est susceptible de rester élevé pendant un bon moment et nous avons choisi de privilégier des SNP uniquement lorsque le ratio est nettement supérieur à la moyenne historique, autrement dit lorsque la rémunération compense très largement le risque accru encouru avec les SNP, notamment dans les pays affichant une solide situation budgétaire.

Les mesures politiques portent leurs fruits... jusqu'à présent

Les mesures prises par les gouvernements et les autorités de réglementation en réaction à la pandémie de Covid-19 ont pour but d'éviter que le secteur financier amplifie le choc causé par la pandémie. Les garanties de prêts, les transferts budgétaires, les moratoires sur les remboursements, l'assouplissement des exigences de fonds propres et l'accès (quasi) illimité aux liquidités sont quelques-unes des mesures prises. Jusqu'ici, celles-ci sont efficaces.

Les garanties de prêts et les mesures budgétaires dictent la répartition des pertes au bilan des Etats et du secteur bancaire. Par exemple, les dispositifs de chômage partiel financés par le contribuable permettent aux ménages et aux petites et moyennes entreprises (PME) de continuer à honorer leurs mensualités. Dans les principales économies européennes, environ un quart des travailleurs bénéficie de ces dispositifs qui permettent de préserver les ménages, les entreprises et, indirectement, le secteur bancaire.

Les garanties octroyées par l'Etat permettent aux entreprises d'obtenir des financements. La banque octroie le prêt, la Banque centrale européenne finance la banque par le biais des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), mais l'Etat assume l'essentiel du risque de crédit. Ce faisant, à la différence de la Crise financière mondiale de 2008/2009, les banques et les entreprises disposent de suffisamment de liquidités. Nous tablons sur une croissance du crédit aux entreprises supérieure à 5% au premier semestre 2020 en Europe, essentiellement grâce aux dispositifs de prêts garantis. Ces mesures ont empêché un resserrement du crédit mais elles reviennent à transférer le risque de crédit des banques à l'Etat.

Les moratoires (suspensions) sur les remboursements de prêts conjugués aux dispositifs de chômage partiel et aux aides de l'Etat allègent le fardeau de la dette qui pèse sur les ménages et les PME. Les intérêts ne sont plus versés sur la dette mais les prêts ne sont pas classés pour autant comme improductifs. Pour les banques, cela retarde la constatation des pertes, ce qui leur donne plus de temps pour accroître leurs coussins de fonds propres en mettant leurs bénéficiaires en réserve.

A notre avis, les moratoires sur les remboursements et les mesures budgétaires pourraient se poursuivre l'année prochaine dans de nombreux pays, notamment pour les secteurs les plus touchés. Les gouvernements français, allemand et espagnol, par exemple, discutent d'une prolongation des dispositifs de chômage partiel. Le retrait de ces dispositifs et la constatation des pertes par les banques n'interviendront peut-être que lorsque la reprise économique sera bien avancée.

Il y aura évidemment un coût budgétaire et des interrogations concernant le service de la dette souveraine par la suite, mais le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de la BCE, qui n'est autre qu'un programme d'assouplissement quantitatif, atténue les tensions, du moins pour le moment. Il y a également le fonds de relance de 750 milliards EUR récemment adopté au niveau de l'UE,² qui pourrait permettre aux pays plus solides d'aider les plus vulnérables.

Quelles implications pour les banques ?

Étant donné le soutien sans précédent apporté par les pouvoirs publics, nous pensons que le secteur bancaire européen dispose de suffisamment de fonds propres pour surmonter la crise. Nous avons une préférence pour les banques basées dans les pays qui ont annoncé d'ambitieux programmes de relance budgétaire et qui ont les moyens et la volonté politique d'en faire plus si nécessaire. Nous pensons notamment à l'Allemagne, aux Pays-Bas et aux pays nordiques, où les régimes de sécurité sociale étaient déjà très généreux avant la crise.

Toutefois, nous pensons également que les banques européennes devront passer en 2020 et en 2021 des provisions pour créances douteuses d'un montant similaire à celui observé au paroxysme de la Crise financière mondiale malgré une croissance du PIB nettement plus faible qu'à l'époque. Nous estimons que les pertes seront constatées lentement en Europe (seulement un tiers environ sur l'exercice 2020), car les banques profitent des dispositifs mis en place par les gouvernements ainsi que de l'assouplissement de la réglementation.

Dans notre scénario de référence,³ il est prévu que les ratios de fonds propres de base diminuent d'environ 100 pb dans le secteur d'ici un an. Dans le même temps, les autorités de réglementation ont assoupli les exigences de fonds propres, libérant ainsi plus de 300 pb de fonds propres supplémentaires à l'échelle du secteur bancaire global. Par conséquent, les ratios de fonds propres peuvent encore baisser sensiblement si nécessaire avant que les autorités de réglementation ne commencent à intervenir.

Qu'implique l'abondance de liquidités pour l'offre de titres bancaires ?

Dans le cadre de l'assouplissement de la réglementation, les banques ont obtenu plus de temps pour renforcer la composante d'obligations SNP et respecter ainsi l'exigence minimale de fonds propres et de passifs éligibles (ratio MREL)⁴. Les banques italiennes et espagnoles, notamment, profitent de cet assouplissement. Les émissions d'obligations SP pourraient ainsi être plus importantes que les émissions d'obligations SNP dans l'année qui vient. Cela crée une situation technique défavorable pour notre positionnement.

D'autre part, les pouvoirs publics ont fourni d'autres sources de financement aux banques, ce qui réduit la nécessité d'émettre des obligations SP. Les banques de la zone euro ont emprunté 550 milliards EUR de plus en juin dans le cadre des TLTRO. Les banques espagnoles et italiennes étaient les plus demandeuses. De plus, l'encours des dépôts augmente car le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE injecte des liquidités supplémentaires dans le système.

Par conséquent, tout bien considéré, nous pensons toujours que l'encours des obligations SP en circulation diminuera de moitié environ d'ici à 2024. Au premier semestre 2020, plus de 60% des 145 milliards EUR d'obligations seniors émises par les banques européennes l'ont été sous forme de titres SNP ou Holdco. Par conséquent, la tendance au remplacement des obligations SP par des obligations SNP reste largement d'actualité.

² Bloomberg, EU Clinches Massive Stimulus Deal to Bind Continent Together, 21 juillet 2020

³ Le scénario central privilégié par Columbia Threadneedle est celui d'une reprise économique en forme de U, ce qui veut dire qu'il faudra 10 trimestres calendaires pour retrouver les niveaux d'activité antérieurs

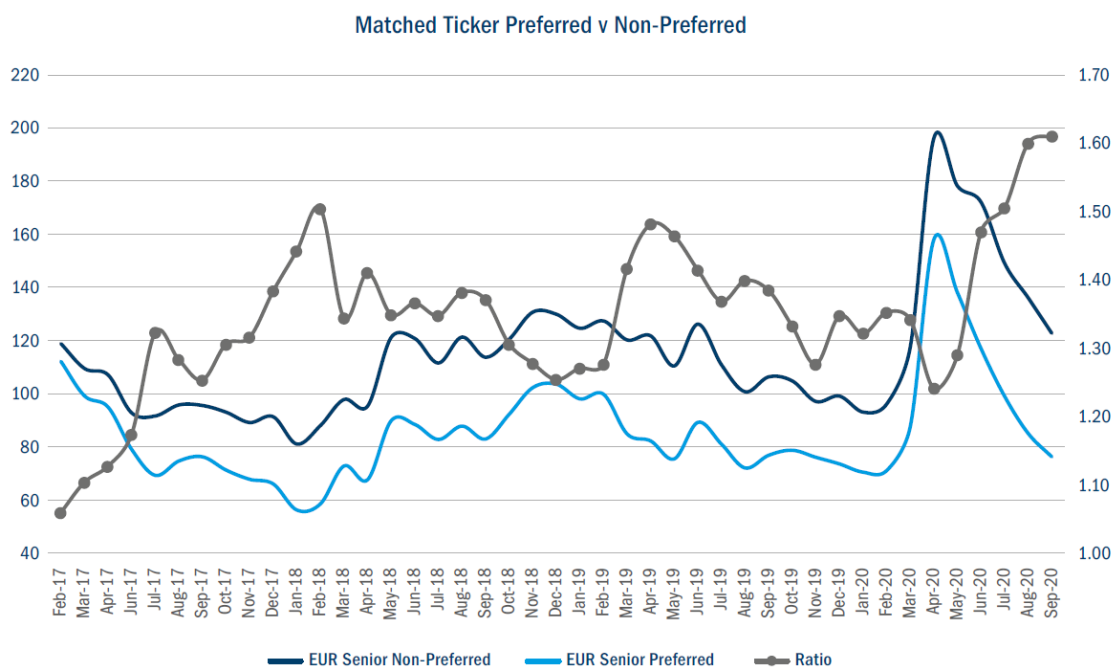
⁴ Le MREL est le montant minimum des fonds propres et de la dette subordonnée qu'une entreprise doit conserver pour permettre une reprise effective ou une résolution

Ce que cela signifie pour les portefeuilles

Investir dans les obligations SP constituait un choix défensif, de fin de cycle, et nous étions positionnés dans l'optique d'un retournement du cycle et d'une dégradation du crédit. Manifestement, nous n'avions pas prévu le facteur déclencheur, mais nos positions sur des obligations SP ont surperformé celles sur des obligations SNP (le ratio indiqué à la figure 1 a augmenté). Compte tenu de la pandémie de Covid-19, des trains de mesures de soutien et des modifications de la réglementation, nous avons été contraints d'examiner l'impact sur notre thèse.

D'une part, nous avons un ratio SNP-SP élevé, un délai allongé pour respecter le ratio MREL et un moindre risque de mise à contribution des détenteurs d'obligations SNP car les autorités de réglementation ont concrètement protégé les porteurs d'obligations seniors émises par des banques, autant de facteurs qui plaident pour un repli vers les obligations SNP.

Figure 1 : Obligations seniors privilégiées (SP) versus seniors non privilégiées (SNP) ⁵



Source : Bloomberg/Columbia Threadneedle Investments, juin 2020

D'autre part, les banques ont désormais davantage de dépôts, un accès presque illimité aux liquidités de la BCE par le biais des TLTRO et moins besoin d'émettre des obligations SP, ce qui plaide pour le maintien des positions sur des obligations SP. Et si cela aboutissait à une vague de restructurations du passif⁶ et à une poursuite de la surperformance des obligations SP ?

Comme nous en avons discuté en interne et avec les dirigeants des banques, il est devenu évident que les émetteurs doivent prendre en compte le fait que les TLTRO et l'augmentation des dépôts ne constituent pas des sources de financement permanentes ; les dirigeants de

⁵ Indice élaboré par CTI à l'aide des indices ICE incluant tous les émetteurs qui ont des obligations SP et des obligations SNP admissibles dans un indice, de sorte qu'il y ait les mêmes composantes au numérateur et au dénominateur de notre ratio, atténuant ainsi le risque d'inadéquation des composantes

⁶ Restructuration du passif : lorsqu'une banque propose de racheter ou d'échanger ses obligations pour ajuster la structure de ses financements ou de son capital. Dans ce cas, c'était potentiellement pour réduire l'encours des obligations SP en circulation et remplacer ces dernières par des financements moins onéreux. Pour inciter les porteurs d'obligations à y participer, les banques doivent généralement racheter leurs obligations à un cours supérieur à celui du marché

banques ne veulent pas donner l'impression de faire excessivement appel aux dispositifs d'urgence et doivent maintenir une bonne relation avec les autorités de réglementation. Il en résulte selon nous une situation technique un peu plus porteuse pour les obligations SP car les banques ont moins besoin d'en émettre. Mais cette situation est contrebalancée en partie par l'allongement du délai prévu pour le respect du ratio MREL. Par conséquent, notre thèse reste globalement inchangée. Nous n'entrevoions pas une vague de restructurations du passif par les banques, qui devraient plutôt délaisser quelque peu les obligations SP pour se financer davantage grâce aux dépôts et aux TLTRO.

Comme le montre la figure 1, les obligations SP ont nettement surperformé ces derniers mois. Si le ratio avait atteint 1,60x l'an dernier, nous aurions probablement été tentés de liquider plusieurs de nos positions sur des obligations SP pour investir dans des obligations SNP. Toutefois, conscients de la légère amélioration de l'environnement technique, nous pensons que ce ratio est susceptible de rester élevé pendant un bon moment et nous avons privilégié des SNP aux dépens des SP uniquement lorsque le ratio est nettement supérieur à la moyenne historique, autrement dit lorsque la rémunération compense très largement le risque accru encouru avec les SNP. D'ailleurs, nous n'avons pas procédé à un repositionnement stratégique sur ces dernières.

Nous avons toutefois choisi de privilégier désormais les banques situées dans les pays affichant une situation budgétaire solide et où il existe une volonté politique de soutenir les ménages, les entreprises et le secteur bancaire, d'où l'augmentation de notre exposition aux banques néerlandaises, allemandes et des pays nordiques. En revanche, nous avons réduit notre exposition aux banques françaises et britanniques.

Informations importantes : Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers). Il s'agit d'un document publicitaire. Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs. La valeur des investissements et le revenu qui en découle ne sont pas garantis et peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et être affectés par des fluctuations de change. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Le présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation d'ordre en vue d'acheter ou de vendre un quelconque titre ou tout autre instrument financier, ni une proposition de conseils ou de services d'investissement. Toute action ou obligation spécifique mentionnée ne saurait être considérée comme une recommandation d'investissement. Les analyses contenues dans ce document ont été produites par Columbia Threadneedle Investments dans le cadre de ses propres activités de gestion d'investissement. Il se peut qu'elles aient été utilisées avant la publication et elles ont été incluses dans ce document à titre informatif. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication mais peuvent changer sans préavis et ne sauraient être interprétées comme un conseil en investissement. Les informations obtenues auprès de sources externes sont jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. Le présent document inclut des prévisions et notamment des projections relatives aux conditions économiques et financières futures. Columbia Threadneedle Investments, ses dirigeants, représentants ou employés ne formulent aucune attestation, garantie ou assurance quant à l'exactitude de ces prévisions. Publié par Threadneedle Asset Management Limited (TAML). Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres, EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations. Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.