

FLASH DETTES SUBORDONNEES

Balayons les idées reçues

Achévé de rédiger
le 03 | 11 | 2022

En résumé :

- Les valorisations et les fondamentaux sont de mauvais guides pour déterminer un point d'entrée sur les dettes subordonnées
- Il faut regarder les mouvements de volatilité sur les taux et les flux vers les marchés obligataires pour se faire une meilleure idée.
- Pour l'heure, les conditions d'un rebond véritable ne sont pas réunies pour nous.

Quand on demande à un gérant de dettes subordonnées, et plus particulièrement un gérant de CoCos, s'il y a un point d'entrée sur sa classe d'actifs, son réflexe pavlovien est d'affirmer que :

- Les fondamentaux du secteur bancaire sont bons et résilients ;
- Les valorisations des titres sont attractives.

Cet argumentaire en deux temps est certes nécessaire, mais bien trop incomplet, pour juger de l'opportunité ou non d'investir sur la classe d'actifs.

Les fondamentaux sont résilients, le secteur bancaire européen est solide. C'est vrai, et la saison de résultats du T3 2022 le démontre à nouveau : les ratios de fonds propres sont solides et élevés, et les ratios de créances douteuses se tiennent très bien. Mais ça, c'est le passé.

Plusieurs indicateurs européens mentionnent une hausse des taux de défauts d'entreprise depuis fin juin dans plusieurs pays d'Europe, des Etats établissent des impôts exceptionnels sur les profits des banques, comme en Espagne, ce qui est critiqué par la BCE, mais qui ponctionne elle-même la rentabilité des banques en changeant les règles de rémunération des TLTRO. On peut aussi s'interroger sur la capacité des banques à augmenter leurs marges si leur production de prêts ne suit pas, tandis que les coûts de refinancement se renchérissent fortement. Si tout ceci engendre des incertitudes quant à la rentabilité exacte des banques européennes pour les 12-18 mois à venir, cela n'affecte pas, ou quasiment pas les valorisations des obligations bancaires.

La thèse d'investissement sur les obligations bancaires est plutôt la suivante : c'est un secteur sur-régulé, où les banques ont été forcées depuis 12 ans de se « sur-capitaliser », de garder des matelas de liquidités pléthoriques et de diminuer fortement leur levier d'endettement. Elles sont devenues en quelque sorte – et, pour le dire très caricaturalement – des compagnies d'assurance en termes de gestion de bilan, et ce, au détriment de leur rentabilité. C'est un facteur négatif pour les actions bancaires, mais positif pour les obligations, vu que le secteur a vu son risque systémique diminuer fortement ces dernières années, et ce du fait du retour en grâce du « Too Big To Fail », favorisé par les régulateurs qui appellent à toujours plus de consolidation du secteur. La restructuration forcée de Credit Suisse est une nouvelle preuve que la gestion du risque bilanciel et la préservation de la stabilité financière sont plus importantes que la recherche de rentabilité.

Ceci dit, les banques, que ce soit pour un investisseur obligataire ou action, demeurent un pari cyclique et contingent aux soubresauts de la macroéconomie. Surtout, la corrélation entre les AT1 CoCos € et le marché actions européen (Eurostoxx 50) est très élevée depuis plusieurs années (avec un coefficient de 0.89 sur ces trois dernières années au 31 octobre 2022¹). Cela signifie qu'il est aujourd'hui difficile de déterminer un point d'entrée sur les AT1 CoCos sans avoir un avis sur le marché actions européen. Les fondamentaux du secteur n'ont – à tort ou à raison – aucun impact notable sur les valorisations de la classe d'actifs CoCos².

¹ Corrélation entre l'indice AT1 CoCos Markit iBoxx IBXXC2D1 et le SX5E.

² Soulignons que les AT1 CoCos sont bien plus corrélées à l'Eurostoxx 50 qu'à l'Eurostoxx Banques !

Matrice de coefficients de corrélation entre différents segments de marché sur une période de 3 ans :

Correlation between different asset classes
Period: 31/10/2019 31/10/2022

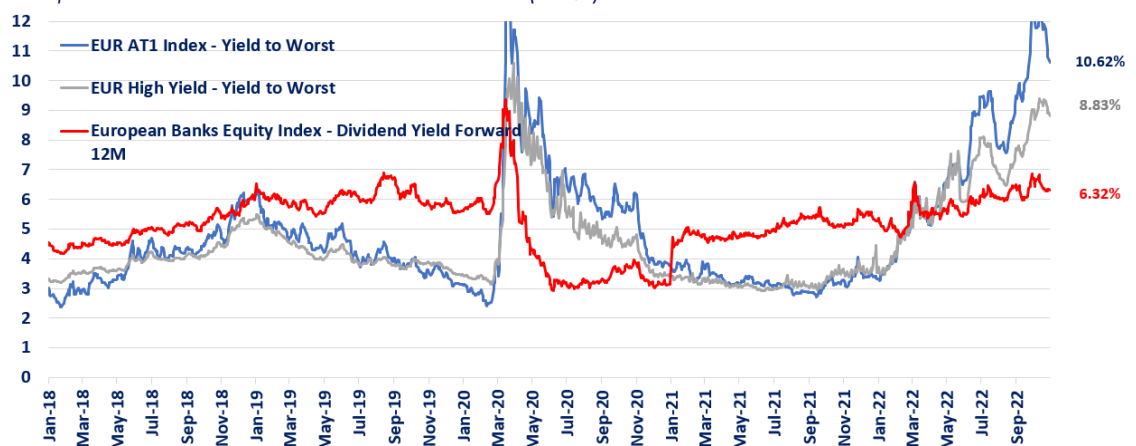
	€ AT1	\$ AT1	Tier 2	Corporate Hybrids	Insurance	€ High Yield	Treasury 10y	Bund 10y	Eurostoxx 50	European Banks Equity
€ AT1	1									
\$ AT1	0,98	1								
Tier 2	0,66	0,63	1							
Corporate Hybrids	0,85	0,85	0,38	1						
Insurance	0,84	0,84	0,37	0,99	1					
€ High Yield	0,99	0,96	0,66	0,89	0,88	1				
Treasury 10y	-0,08	-0,14	0,36	-0,55	-0,59	-0,14	1			
Bund 10y	-0,28	-0,30	0,19	-0,73	-0,75	-0,36	0,94	1		
Eurostoxx 50	0,89	0,84	0,67	0,62	0,59	0,87	0,25	0,02	1	
European Banks Equity	0,64	0,54	0,60	0,32	0,27	0,63	0,51	0,27	0,88	1

Sources : Bloomberg au 31 octobre 2022, La Française AM.

Mais pourtant, les valorisations sont très attractives ! En effet, le rendement moyen au call des AT1 CoCos € est supérieur à 10% depuis le mois de septembre et a même atteint plus de 12% durant une partie du mois d'octobre³. Les marges de crédit OAS des AT1 sont à 650bp au 31 octobre⁴, soit des niveaux seulement atteints durant le pic de la crise du Covid-19 en mars 2020. Le prix moyen de ces titres est désormais de 82% et les titres ont une forte convexité en raison de probabilités d'exercices de calls très dégradées.

Etant donné la multiplication des non-remboursements aux calls de titres AT1 CoCos (Banco de Sabadell, Raiffeisen Bank International, Aareal Bank) et Tier 2 (Volksbank Wien et Deutsche PBB), il peut être plus adéquat de raisonner de concert avec le rendement à maturité/perpétuité des titres, que nous calculons à 8.4% à fin octobre pour l'indice Bloomberg CoCo €. Cela reste un niveau intéressant d'un point de vue absolu et en comparaison historique, mais nous ne croyons pas que ces niveaux constituent en soi des points d'entrée. L'argument de la composante « portage » de la classe d'actifs est parfois brandi, et a de la pertinence pour certains clients dont l'horizon d'investissement est sur un temps long, mais pour d'autres, ce portage peut à court terme être effacé très rapidement vu l'amplitude des mouvements de prix.

Evolution des rendements au call moyen (Yield to worst = Yield to call ici) des AT1 € et du HY €, comparé au Forward Dividend Yield du SX7E (en %)



Sources : Bloomberg, La Française AM. Données au 31 octobre 2022

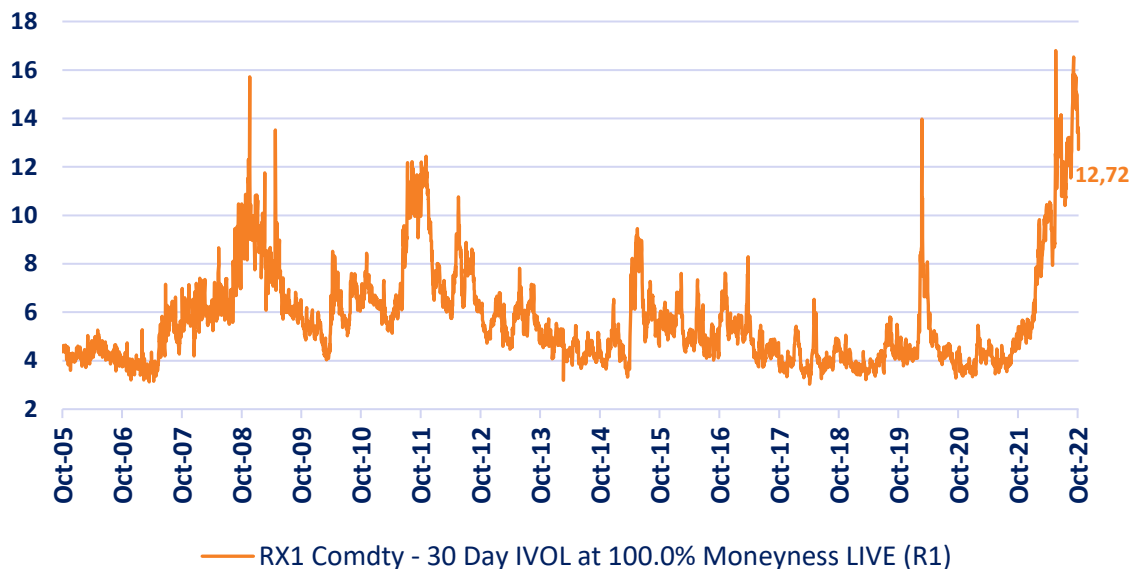
Le problème se situe dans cette volatilité extrême des taux qui perdure depuis le début de l'année 2022, et qui est à un niveau inédit depuis... 2008 (voir graphique ci-dessous), et encore, pas sur une période aussi longue. Si les banques centrales naviguent totalement à vue, les marchés

³ Indice Bloomberg Contingent Capital EUR.

⁴ idem

obligataires sont contraints de faire de même, et les amplitudes de mouvements journaliers demeurent violentes. Voici donc le premier indicateur à regarder pour confirmer un point d'entrée plus durable selon nous : surveiller cette volatilité implicite des taux souverains, soit sur le contrat future du Bund, ou bien via l'indice MOVE de Bank of America, et attendre qu'elle décroisse. Quand cette volatilité décroîtra-t-elle ? Sans doute quand les niveaux d'inflation seront stabilisés, ce qui n'est pas notre scénario pour cet hiver à tout le moins.

Evolution de la volatilité implicite du Bund (RX1) à 30 jours depuis 16 ans (en %)



Source : Bloomberg. Données arrêtées au 2 novembre 2022.

La deuxième chose à surveiller selon nous est le retour des flux vers les fonds obligataires, et plus particulièrement vers les fonds crédit. Depuis plusieurs mois, le marché du crédit est sur la défensive, et, si les flux sortants semblent s'être stabilisés en partie, les gérants Investment Grade et de dettes subordonnées paraissent peu enclins à remettre du risque, faute de conviction et faute de flux entrants. Ce positionnement très faible se ressent au quotidien, puisque les traders de nos contreparties semblent surtout faire évoluer les prix des titres subordonnés en fonction de la direction du marché actions et des taux allemands et américains et non en fonction de la demande pour les titres. A l'instar du marché actions, les rebonds sont assez violents et illiquides, mais peu convaincants dans leur durabilité.

Surveiller les flux est plus complexe, car il faut soit des fournisseurs de données comme EPFR ou des fournisseurs de recherche « sell-side ». Les ETF sur les AT1 ne sont pas nécessairement un indicateur fiable selon nous, vu qu'ils sont moins répandus (et sont plus onéreux) que sur d'autres gisements crédit. Nous suggérons une jauge plus facilement accessible, bien que sujette à certains biais : le titre Rabobank Stichtung 6.5% Perp, qui est un certificat mutualiste considéré comme du capital Common Equity Tier 1, mais qui se traite comme une obligation perpétuelle (sans date de call !). Ce titre, acheté à la fois par des investisseurs institutionnels, banques privées et particuliers du fait de son faible montant minimum négociable et de son encours important (7,8mdsEUR en circulation) a historiquement joué selon nous le rôle de baromètre indirect du marché des AT1 €. Ce titre se négocie aujourd'hui à des niveaux très faibles d'un point de vue historique (voir graphique ci-dessous), et si le fait qu'il s'agisse d'un titre à coupon fixe et sans date de call joue contre lui dans un environnement de taux plus élevés, il n'en reste pas moins selon nous un indicateur de l'appétit des investisseurs pour la dette subordonnée.

Evolution du prix du Certificat Mutualiste Rabobank Stichtung 6.5% Perp. (en %)



Source : Bloomberg, données arrêtées au 3 novembre 2022.

Que faut-il pour un retour des flux vers les fonds crédit ? Si les valorisations deviennent plus attractives, il faut donc une baisse de la volatilité des taux, comme nous venons de le souligner, et peut-être aussi un arbitrage plus conséquent des marchés actions vers les marchés obligataires. Cet arbitrage signifierait une cassure de la corrélation trop forte aujourd'hui entre le crédit High Beta (dont font partie les dettes subordonnées) et le marché actions, en faveur du crédit.

Enfin, qu'attendons-nous ? De la visibilité sur les banques centrales, mais aussi sur l'ampleur de la récession qui nous attend. De cette ampleur dépendra l'amplitude des mouvements sur les marchés actions et des flux qui en découleront. Ce dégorgement finira par être très favorable aux dettes subordonnées, car les fondamentaux et les valorisations seront suffisamment bons pour justifier un retracement des spreads de crédit. Ainsi donc, les fondamentaux et les valorisations ne sont pas les déclencheurs du point d'entrée, mais ce qui en justifiera l'ampleur.