

« Update » sur le marché de la dette subordonnée

Que s'est-il passé depuis l'épisode
Santander ?

Octobre 2019

A destination des clients professionnels au sens de la directive MIF



An affiliate of:

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

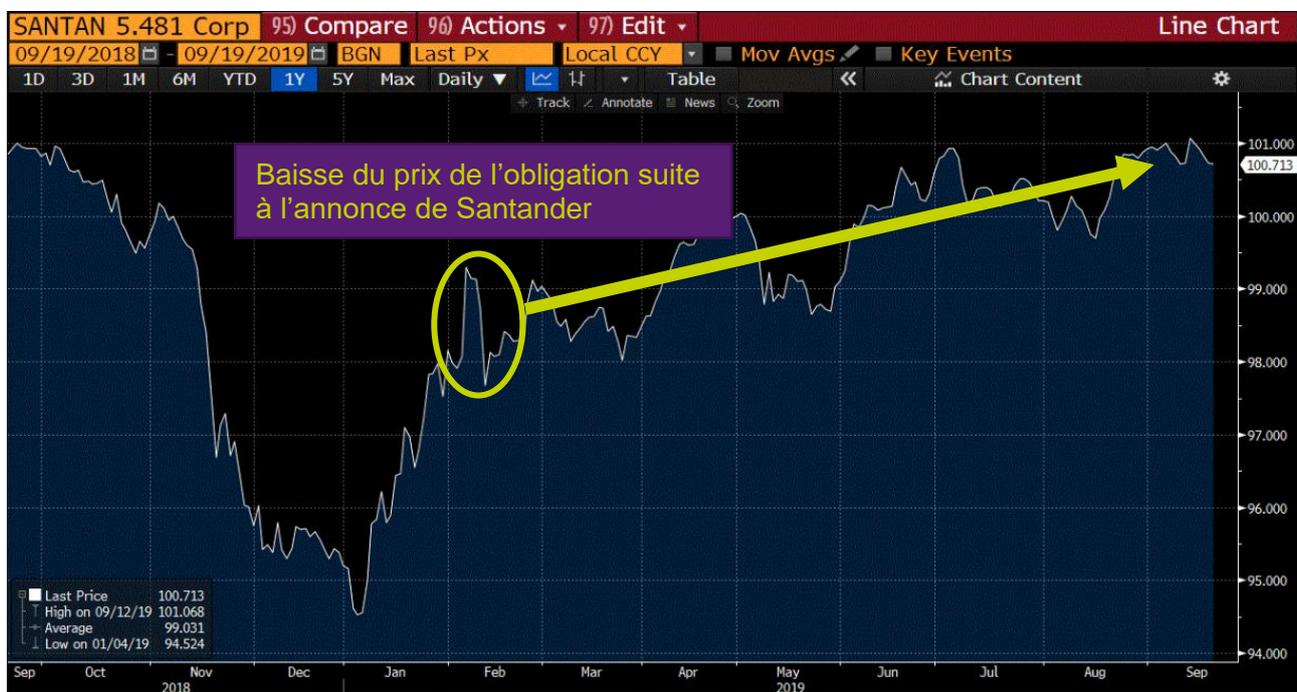
« UPDATE » SUR LE MARCHÉ DE LA DETTE SUBORDONNÉE

Nous avons fait un point sur la dette subordonnée début mars à la suite de l'annonce par Santander du non remboursement de son obligation CoCo AT1 dont la date de call était prévue en mars.

Le marché secondaire des CoCos/AT1 était alors resté résilient, sans témoigner de pressions à la baisse des prix. De même, il n'y avait pas eu non plus d'effet sur le marché primaire.

Cet évènement spécifique rappelle que la problématique de call pour les obligations coco AT1 doit être vu sur base d'une analyse émetteur par émetteur. A titre d'exemple, tous les émetteurs d'AT1 ont depuis respecté les calls.

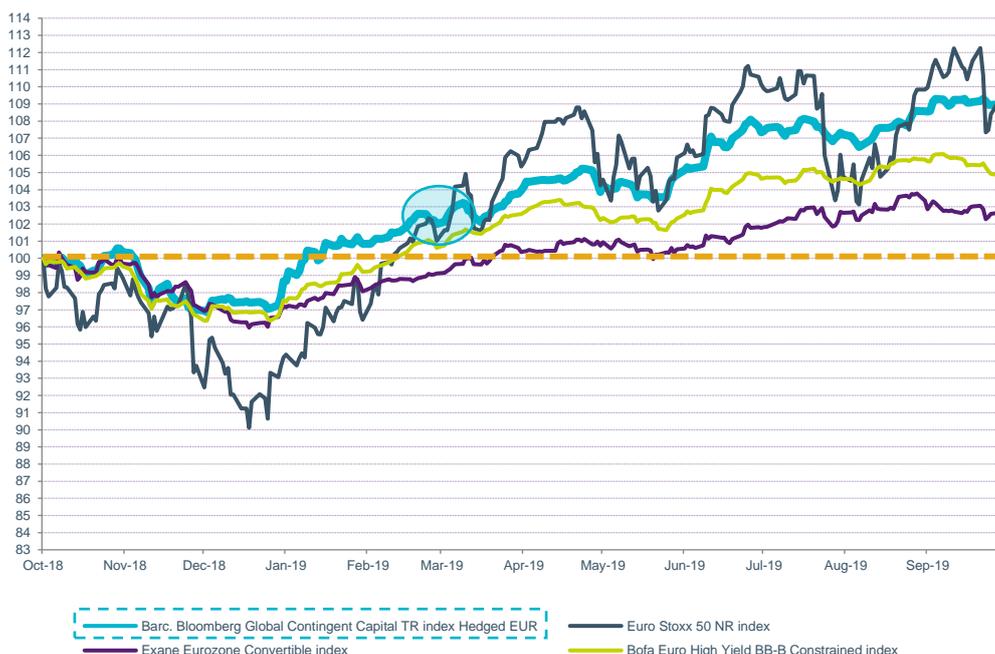
Evolution sur 1 an du prix de l'obligation Coco AT1 5.481% de Santander



Source : Ostrum AM, Bloomberg. Données du au 18/09/2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Depuis lors, le marché des obligations CoCo AT1 a su tirer profit de la baisse des spreads de crédit de ces derniers mois ainsi que de son portage élevé :

Comparaison entre obligations Coco AT1 et autres classes d'actifs Performances cumulées sur 1 an



Source : Ostrum AM, Bloomberg. Données du au 09/10/2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Depuis le début d'année, les différents segments de la classe d'actifs continuent de bien performer :

Name	YTD	1M	3M	6M	1Y	3Y
Euro IG Credit - Barclays	6,65%	-0,11%	0,91%	3,11%	6,27%	7,08%
Euro HY Credit - BofaML	8,49%	-0,76%	0,25%	2,2%	4,86%	13,29%
Euro Non-Financial Sub Debt - BofaML	10,95%	0,08%	1,36%	5,06%	8,08%	16,71%
Euro Financial Sub Debt & LT2 - BofaML	9,2%	-0,15%	1,22%	4,2%	8,13%	14,79%
Euro Subordinate Insurance - BofaML	12,44%	-0,07%	1,78%	5,42%	10,97%	21,56%
Global CoCo AT1 - Euro Hedged - Barclays	11,76%	0,34%	1,39%	4,57%	8,92%	22,33%
Eurozone Convertible Bonds	6,73%	-0,63%	0,91%	2,34%	1,87%	10%
Euro Stoxx 50 NR	17,94%	-1,24%	-1,18%	2,86%	8,59%	23,1%

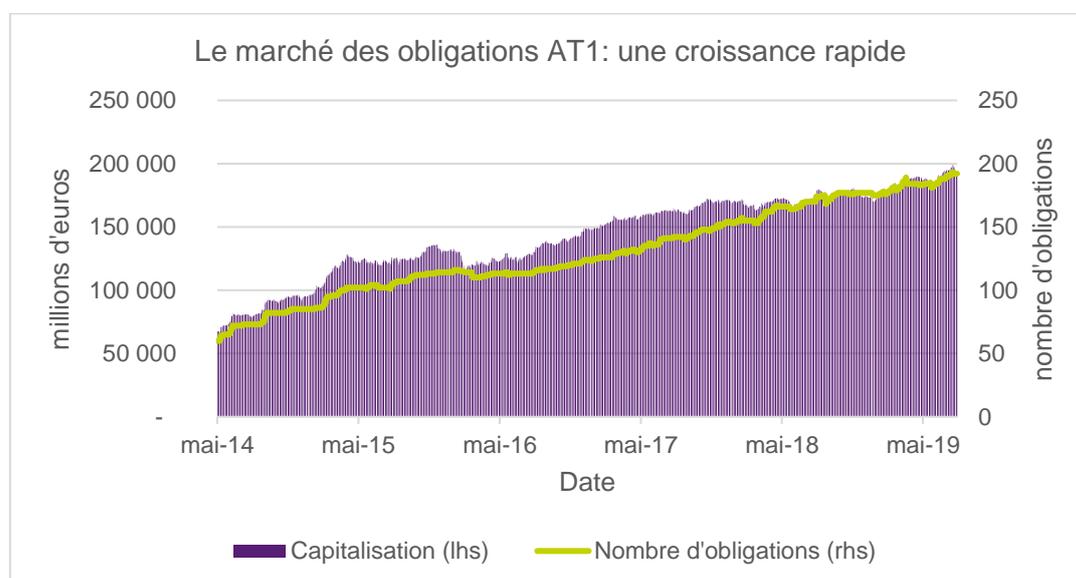
Source : Ostrum AM, Bloomberg, Bofa ML, Exane. Données du au 09/10/2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

TROIS THÉMATIQUES SUR LA DETTE SUBORDONNÉE

I. Obligations Coco « Additional Tier 1 » (AT1) : des facteurs techniques positifs

La donne a changé sur le marché des subordonnées financières ! Après plusieurs années durant lesquelles les banques ont cherché à atteindre leurs objectifs de ratios financiers imposés par la réglementation (Bâle III), c'est aujourd'hui chose faite pour la plupart des grandes banques européennes.

Elles n'ont donc plus besoin d'émettre de nouvelles émissions de dettes subordonnées autre que dans un but de renouvellement du stock déjà émis, ce qui est particulièrement le cas pour les obligations AT1. Créé en 2014, le marché des AT1 s'est développé pour atteindre une taille conséquente de l'ordre de 200 milliards d'euro à fin août 2019.



Source : Ostrum AM, Bloomberg, Bofa ML. Données du au 18/09/2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions

Les Coco AT1 ont eu un franc succès auprès des banques en raison d'un apport en capital important tout en étant non-dilutives contrairement aux actions.

Nous estimons que la croissance de ce chiffre devrait ralentir et se stabiliser dans les mois à venir, hors apparition de nouveaux acteurs bancaires de moindre importance. **Ceci devrait constituer un facteur technique positif pour la dette subordonnée et plus particulièrement pour les AT1 avec d'un côté des émissions qui vont rester limitées et de l'autre une recherche de rendement des investisseurs dans le contexte actuel de taux d'intérêts négatifs.**

II. Les obligations hybrides Corporates : un marché de qualité

Chez Ostrum AM, nous continuer d'apprécier le marché des obligations hybrides et cela pour trois raisons :

- Le marché reste dominé par des sociétés Investment Grade avec des fondamentaux solides tels que Engie, Volkswagen, Telefonica ou même CK Hutchison. Il est donc possible de capter un supplément de rendement lié à la subordination de ces obligations tout en conservant le même risque émetteur.

- La dette hybride reste un outil indispensable pour se refinancer à long terme en raison d'une plus grande capacité à emprunter ainsi que de l'avantage fiscal qu'elle procure aux entreprises. Elle est considérée comme 50% dette / 50% capital par les agences de notation et n'est pas dilutive contrairement aux actions. **L'avantage pour l'investisseur est que les émetteurs sont incités à rappeler leurs obligations hybrides dès la 1^{ère} date de call.** Dans le cas où l'obligation n'est pas rappelée au bout de 5 ans, ces avantages devraient disparaître et l'obligation hybride est comptabilisée comme de la dette à 100% dans le bilan de la société.
- La reprise du programme d'achat d'obligations d'entreprises Investment Grade (CSPP) couplé à l'environnement de taux négatifs même sur le marché du crédit devrait attirer les investisseurs à la recherche de rendement.

Nous surveillons aussi une tendance nouvelle sur ce marché : l'émission d'obligations hybrides de type « Greenbonds ». Ostrum AM reste un investisseur de premier plan avec près de 20 millions d'euros investis au travers d'émetteurs comme Engie (Fournisseurs d'électricité, France), Iberdrola (Fournisseurs d'électricité, Espagne), Tennet (Transport d'électricité, Pays-Bas), ou même Orsted (Production et fourniture d'énergie, Danemark). Nous y voyons l'opportunité de participer au développement de l'investissement responsable sans pour autant renier au rendement.

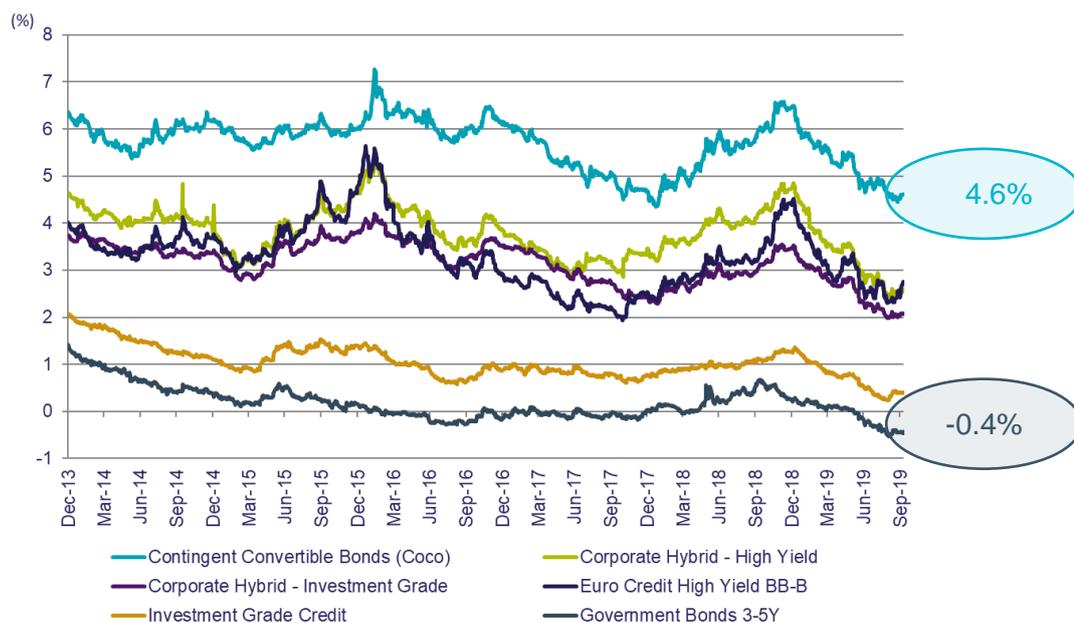
III. Se positionner dans les baisses de marché

Le sentiment de marché affecte la dette subordonnée de manière importante. C'est le cas des obligations AT1 qui reste le segment le plus volatil de la dette subordonnée. Notre analyse est que **les corrections peuvent être de véritables opportunités pour se positionner** sur ce type d'obligations car le profil des émetteurs demeure solide du point de vue des fondamentaux et des facteurs techniques.

PERSPECTIVES D'OSTRUM AM SUR LA CLASSE D'ACTIFS

- Notre vue sur la classe d'actifs reste positive malgré des niveaux de valorisation plus serrés et restons attentifs à la montée des risques géopolitiques (US-Chine, US/UK-Iran, Brexit) qui sont les principaux moteurs de la volatilité depuis plusieurs mois.
- Le discours des principales banques centrales s'est adouci ces derniers mois. La Fed a abaissé ses taux directeurs – les Fed Funds - début août 2019 et la Banque Centrale Européenne semble prête à tout pour soutenir l'activité économique en cas de ralentissement notamment avec les dernières mesures annoncées.
- Cependant l'environnement de taux bas n'est pas sans risque pour le secteur bancaire et la problématique majeur pour le secteur pour les prochaines années devrait être la rentabilité des banques. Dans ce contexte, l'équipe de gestion va privilégier les émetteurs capables de trouver des solutions pour y faire face tel que le développement d'activités diversifiantes, de transformation digitale, de consolidations ou même de politiques de « cost-cutting ».
- A nos yeux la classe d'actifs - et notamment obligations Coco AT1 - continue d'offrir une prime de risque (de subordination, de liquidité et d'extension) attractive à condition de se positionner sur les émetteurs financiers et non financiers ayant des fondamentaux solides et présentant un profil Investment Grade en matière de notation crédit.
- A la vue des niveaux de rendements offerts par le marché des taux euro, la dette subordonnée peut répondre aux besoins des investisseurs en mal de rendement, sans qu'ils aient à renoncer aux émetteurs de qualité « Investment Grade ».

Evolution historique du rendement actuariel (au 09.10.2019)

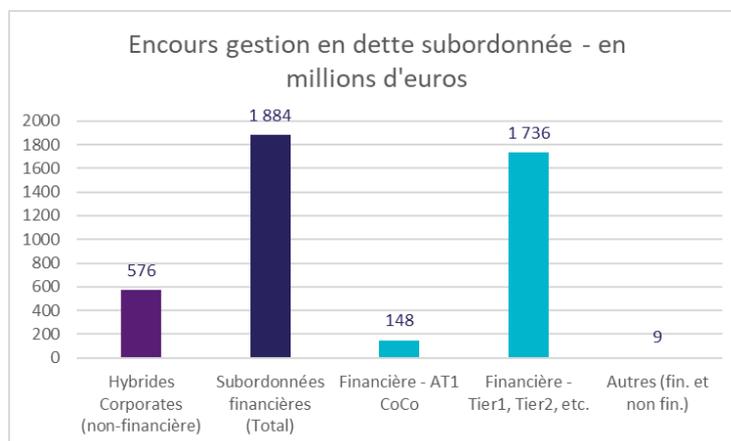


Source : Ostrum AM, Bloomberg, BOA Merrill. Données au 09 octobre 2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Source : Bloomberg. Indices : Bofa Coco index / Bofa Hybrid High Yield index / Bofa Hybrid Investment Grade index / Bofa Euro government index / Bofa Euro Corporate index / Bofa Euro High Yield index. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

POURQUOI OSTRUM AM POUR LA DETTE SUBORDONNÉE ?

Ostrum AM gère près de 2.5 milliards d'encours en dette subordonnée (hors assurance) au travers de l'ensemble de son spectre de stratégies : Dette subordonnée, Crédit Investment Grade, High Yield et Crossover, et Aggregate/Flexible.

En plus des gérants de portefeuille crédit et spécialisés sur la classe d'actifs, Ostrum AM dispose d'une équipe de recherche crédit de 25 analystes crédits couvrant tout le spectre du marché de la dette subordonnée, à savoir émetteurs financiers et non financiers.



Source : Ostrum AM. Données au 31/07/2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

--- RÉDACTION ---



M'hamed Fenniri
GÉRANT DE PORTEFEUILLE
Crédit Total Return



Arthur Chevalier
SPÉCIALISTE PRODUIT CRÉDIT
arthur.chevalier@ostrum.com

MENTIONS LÉGALES

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 – Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 – Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF II ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Rédigé en octobre 2019.

MENTIONS LEGALES



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.

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 et en Belgique : 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 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.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France - CS 41432 - 75648 Paris cedex 13 France – Phone: +33 1 78 40 80 00

Limited company with a share capital of 27 772 359 euros – Trade register n°525 192 753 Paris – VAT: FR 93 525 192 753

Register office: 43, avenue Pierre Mendès France - 75013 Paris - www.ostrum.com