

NON REMBOURSEMENT
ANTICIPÉ PAR
SANTANDER DE SON
OBLIGATION COCO –
QUELLES
CONSEQUENCES ?
Focus sur le marché de la
dette subordonnée

Février 2019

A destination des clients professionnels au sens de la directive MIF



An affiliate of:

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

NON REMBOURSEMENT ANTICIPÉ PAR SANTANDER DE SON OBLIGATION COCO – QUELLES CONSEQUENCES ?

Le principal événement attendu de ce début d'année dans le marché de la dette subordonnée bancaire était l'exercice de l'option de remboursement anticipé au 19 mars 2019 de la **Banque Espagnole Santander** sur son obligation "Additional Tier 1" 6.25% (i.e. Obligation CoCo) de 1.5 €Mds de notionnel.

Cette émission, qui fût la **première** de la nouvelle génération d'obligations CoCo émises en 2014, **présentait** un risque non négligeable d'extension, constituant un premier test pour le marché des AT1s / CoCos qui n'avait jusqu'à présent pas démontré de grande sensibilité à ce risque générique (Les premières dates de call n'arrivant que cette année pour les premières soches Coco historiquement émises à sa naissance)

Depuis plusieurs semaines la valorisation de l'obligation, Santander 6.25% reflétait une forte probabilité d'extension (non call). En émettant une nouvelle (et coûteuse) obligation CoCo libellée en USD quelques jours avant la date de call des obligations 6.25% €, Banco Santander a envoyé, un message ambigu au marché. Ainsi, le consensus de marché s'est complètement modifié pour refléter le fait que Santander comptait utiliser cette nouvelle émission afin de refinancer et rappeler son obligation 6.25% € en date de call mars 2019.

Le prix de l'obligation 6.25% € s'est fortement apprécié passant de 95% à un niveau proche du pair.

- **Une semaine plus tard, Santander a finalement décidé de ne pas rappeler son obligation 6.25% € AT1, entraînant ainsi un vent d'incertitude sur l'ensemble de la classe d'actifs.**

Evolution du prix de l'obligation AT1 de Santander



Source : Ostrum AM, Bloomberg. Données du 17/08/2018 au 15/02/2019. 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.

Quelles conséquences pour le marché de la dette subordonnée ? – Un impact négatif modéré sur la courbe AT1 de Santander tandis que le reste du marché des CoCo est resté inchangé

A part une légère baisse sur le prix de l'obligation mars 2019 et sur les autres obligations AT1 de Santander, le marché **secondaire** des CoCos/AT1 est resté résilient sans témoigner de pressions à la baisse des prix.

L'attitude déroutante de Santander n'a pas eu d'effet non plus sur le marché **primaire** des obligations AT1 : En atteste l'émission d'une CoCo par la banque Svenska Handelsbanken qui a été émise -50 pb en deçà du prix initialement discuté. L'obligation a d'ailleurs démontré une performance positive puisqu'elle évoluait au-dessus du pair à l'ouverture de la séance suivante.

Les enseignements : des signes positifs en faveur de cette classe d'actifs récente

- Le risque d'extension est bien apprécié et compris par la communauté des investisseurs
- Les décisions de call doivent être évaluées au cas par cas (émetteur par émetteur, obligation par obligation)
- A nos yeux, **l'enseignement le plus important** à retenir est qu'il **existe de la valeur dans le risque d'extension** :
 - ✓ Le risque peut se transformer en opportunité dans le cas où il est correctement intégré dans la valorisation du prix
 - ✓ En cas de stress, les marchés ont tendance à passer de la prochaine date de call à la date de maturité finale de l'obligation pour évaluer son prix, alors que l'extension ne devrait se situer à une date intermédiaire, vraisemblablement plus proche de la « call date ».

--

OUTLOOK D'OSTRUM AM SUR LA CLASSE D'ACTIFS

Nous maintenons une vue positive sur la dette subordonnée en 2019. La classe d'actifs présente un rendement parmi les plus élevés de l'univers obligataire, à savoir entre 4 et 5%.

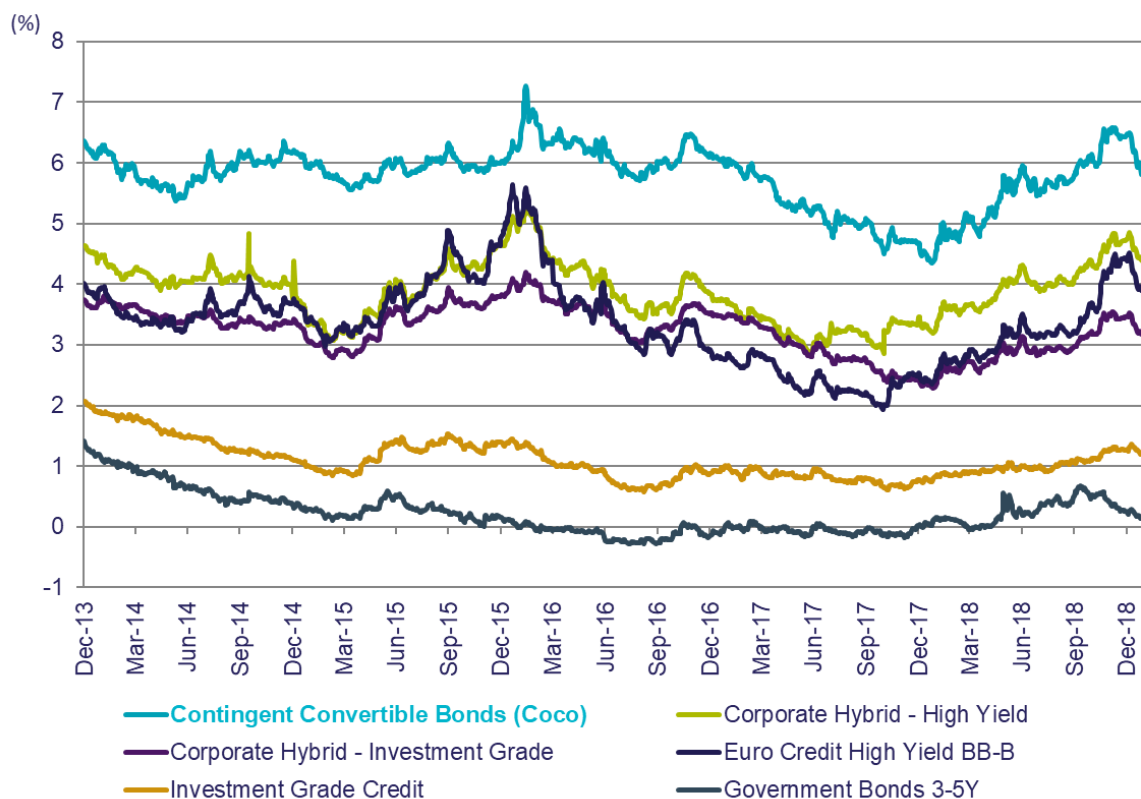
- La classe d'actifs pourrait accroître la performance potentielle absolue d'une allocation multi-classes d'actifs au travers d'un investissement dans la dette subordonnée financière (Banques et Compagnies d'assurance) et non financière (appelée aussi dette hybride corporate)
- Historiquement, les obligations CoCo* ont surperformé les actions avec une volatilité moindre. En 2018, le segment a souffert de son profil « high beta » mais dans une bien moindre mesure que l'indice Eurostoxx 50 (-5.9% vs -11.3% en total return).

* Bloomberg Barclays Global Contingent Capital TR index Hedged EUR

Source : Ostrum AM. **Principaux risques** : **risque de perte en capital**, risque de crédit, risque lié aux titres ayant une notation inférieure à Investment Grade. 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.

La classe d'actifs continue d'offrir un rendement actuariel significatif en relatif au sein de l'univers obligataire.

Evolution historique du rendement actuariel



Source : Ostrum AM, Bloomberg, BOA Merrill. Données au 15 février 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.

--

CONTACTS

Les produits et services d'Ostrum Asset Management à destination des investisseurs institutionnels, des entreprises, des banques privées et des distributeurs sont disponibles via la plateforme de distribution internationale de Natixis Investment Managers, laquelle permet l'accès à un large spectre d'expertises au travers de plus de 20 sociétés de gestion aux Etats-Unis, en Asie et en Europe.

Client Servicing AM ClientServicingAM@natixis.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 le 09/01/2019.

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.

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

Ostrum[®]
ASSET MANAGEMENT

Un affilié de  **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS