

# OBLIGATIONS SUBORDONNÉES

## POINT MARCHÉ



LA FRANÇAISE  
investing together

### Point Marché

#1

Achévé de rédiger  
le 27/11/19

Par Paul Gurzal,  
responsable Crédit

### Contexte macroéconomique et performance

Les risques géopolitiques semblent marquer une pause. Les craintes d'un « hard brexit » s'éloignent et la guerre commerciale est tempérée par une reprise des négociations. Dans cet environnement, et malgré la poursuite du ralentissement macroéconomique, les taux souverains se sont appréciés.

Les marchés des dettes subordonnées et de l'Investment Grade sont actuellement portés par l'attente du début du CSPP (*programme d'achat de titres d'émetteurs privés* de la BCE) début novembre, et par la saison des résultats qui est positive pour les banques et qui confirme la tendance établie à la réduction des prêts non-performants et le recentrage d'activités afin d'optimiser les fonds propres. A titre d'exemple, Caixa Geral de Depositos a notamment conclu la cession de sa filiale espagnole à Abanca tandis que Santander s'est défait de sa partie portoricaine. De manière générale, nous estimons que les agences de notation sont légèrement en retard dans leur appréciation de ces améliorations bilancielle notamment en Espagne, Portugal et Irlande.

Dans ce contexte, les AT1 CoCos ont nettement surperformé les autres segments de dettes subordonnées depuis le début de l'année pour des raisons fondamentales. En effet, le secteur bancaire fait partie des rares secteurs à avoir réduit son levier financier même si, comme on pouvait s'y attendre, cette réduction de levier imposé par les régulateurs n'a pas été sans conséquence sur la rentabilité du secteur et des actionnaires. De plus, les AT1 ont bénéficié d'une moindre sensibilité aux mouvements de taux et d'une composante spread plus élevée que bien d'autres secteurs.

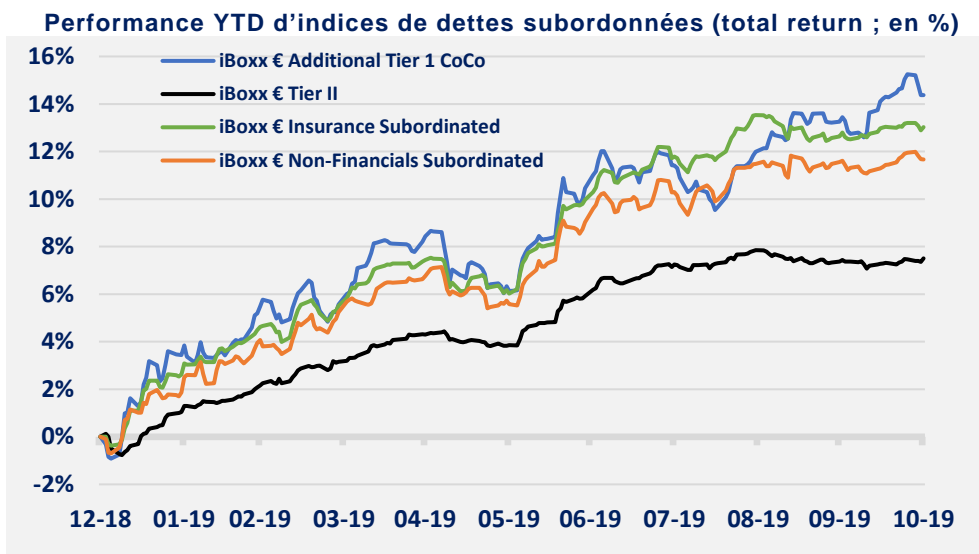
### Aperçu de rendement en Euro



Source: Bloomberg, 18/11/2019, Index: USGG10YR, GTFT10YR, GTDEM10Y, GSPG10YR, GBTPGR10, EB1N, ENSU, ER00, HOA0, CCEUTOYC. Corporate indices are in Yield-to-worst. USD index are hedged in Euro with a 3-month hedge (2,50% as at 18/11/2019)



LA FRANÇAISE



Sources : La Française, Bloomberg, Markit, Barclays. Données au 31 octobre 2019.

## Impact positif des mesures de la BCE sur les dettes subordonnées

La BCE a annoncé qu'elle achètera des obligations d'entreprises non bancaires émises par des sociétés notées Investment Grade à partir de novembre. Cela constitue une nouvelle positive pour les dettes subordonnées pour les raisons suivantes :

### Facteurs techniques

Comme on pouvait s'y attendre, la nouvelle phase de QE incluant des obligations d'entreprises IG a déjà eu un impact positif pour les spreads de ses dernières, qui se prolongera probablement pour un moment.

Les obligations subordonnées devraient indirectement en profiter, car (i) les investisseurs vont continuer à chercher des actifs à haut rendement et (ii) il existe une forte corrélation historique entre les spreads IG et ceux des obligations subordonnées (plus spécifiquement les hybrides corporates, mais les autres dettes subordonnées également). Sur la base des données historiques des programmes de QE antérieurs, les stratégies de dettes subordonnées devraient bénéficier de la volonté des investisseurs d'accroître leur exposition aux fonds à « bêta élevé »

### Facteurs fondamentaux

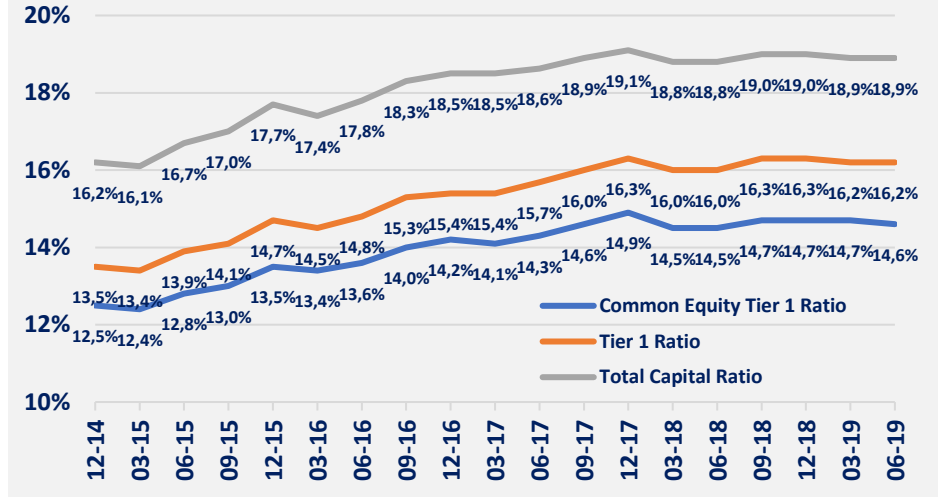
Les politiques monétaires très accommodantes de ces dernières années ont eu un impact négatif sur les rentabilités des institutions financières au travers des taux négatifs et d'une courbe des taux relativement plate. En revanche et comme souligné à plusieurs reprises, ces politiques monétaires ont permis d'augmenter les volumes de crédit en Europe, compensant en partie les effets négatifs mentionnés ci-dessus.

Dans le même temps, la pression réglementaire sur la hausse des ratios de solvabilité a été constante de ce côté de l'Atlantique. Les niveaux de solvabilité et les coussins constitués au regard des exigences nous permettent d'envisager l'avenir avec sérénité. Selon nous, la distribution des coupons AT1 CoCos ainsi que la préservation du nominal sur une base générale semblent assurés pour un moment.

Ci-dessous, les évolutions des ratios de fonds propres et des prêts non-performants dans le système bancaire Européen depuis 2014.

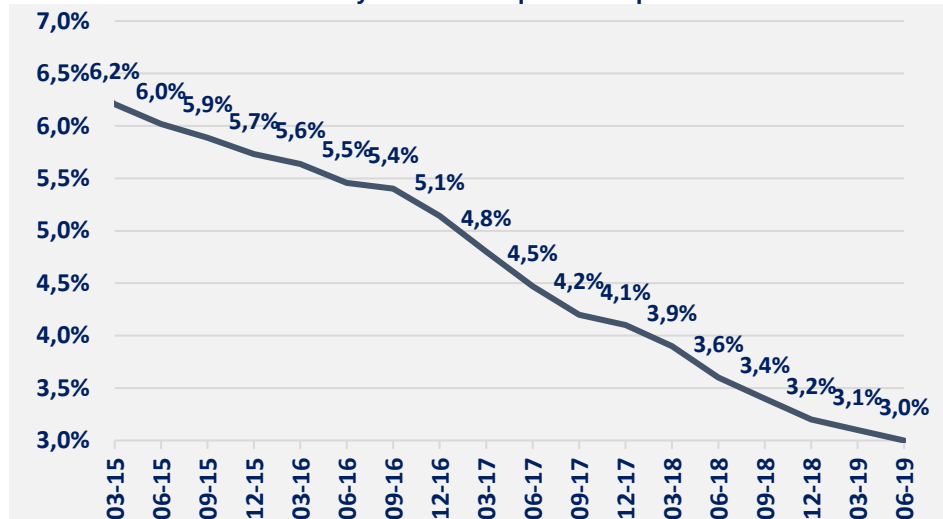


### Evolution des ratios de fonds propres réglementaires des banques européennes



Source : European Banking Authority (EBA). Données à fin juin 2019.

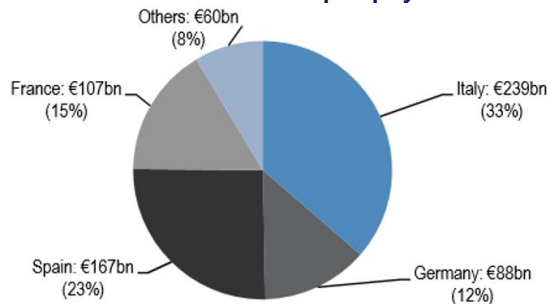
### Evolution du ratio de créances douteuses (NPL) moyen des banques européennes



Sources: European Banking Authority (EBA). Données à fin juin 2019.

Le nouveau programme d'achat TLTRO 3 devrait apporter un surcroît de liquidité pour les banques. Dans ce contexte, les problèmes affectants le marché du REPO aux États-Unis semblent loin de la zone Euro. La série de 7 TLTRO annoncée par la BCE d'une durée de 2 ans sur une base trimestrielle à compter de septembre 2019 permet d'ôter toute crainte sur la liquidité bancaire de la zone Euro à court terme.

### TLTRO estimé par pays



Sources : JP Morgan. Données à fin mars 2019



De plus, la BCE a présenté un élément novateur dans ses mesures d'assouplissement afin de soutenir la rémunération que les banques reçoivent pour leurs dépôts, appelé « Tiering ». Pour le secteur, l'introduction de cette différenciation permet de neutraliser les conséquences sur la rentabilité de la dernière baisse du taux de repo.

### Impact potentiel du Tiering et de la baisse de taux de 10 pbs (excl. des impacts des couvertures...)

Bank (EURm)	Assumed deposits at ECB less min. reserve	P&L Impact - 10bps rate cut	Tiering threshold	Deposits below threshold	Deposit above threshold	P&L Impact - tiering	Overall P&L impact	2020E PBT	2020E revenue	% impact on 2020E PBT
Deutsche Bk	140,403	-140	28,488	28,488	111,915	142	2	816	22,653	0.2%
BNP	177,213	-177	47,434	47,434	129,779	237	60	10,988	43,694	0.5%
Natixis	23,965	-24	1,956	1,956	22,009	10	-14	2,353	8,697	-0.6%
SocGen	82,000	-82	23,064	23,064	58,936	115	33	5,930	24,486	0.6%
ABN	31,760	-32	13,782	13,782	17,978	69	37	3,093	8,669	1.2%
Sabadell	16,873	-17	8,133	8,133	8,740	41	24	969	4,798	2.5%
CASA*	84,000	-84	48,000	48,000	36,000	240	156	6,844	20,160	2.3%
KBC	17,095	-17	9,578	9,578	7,517	48	31	3,007	7,608	1.0%
BBVA	14,000	-14	22,571	14,000	0	70	56	4,717	23,303	1.2%
Bk of Ireland	2,400	-2	3,600	2,400	0	12	10	873	2,839	1.1%
ING	42,146	-42	33,053	33,053	9,093	165	123	6,722	18,167	1.8%
Santander	34,692	-35	37,846	34,692	0	173	139	15,169	48,688	0.9%
Caixa	13,618	-14	12,995	12,995	623	65	51	2,566	8,588	2.0%
Bankia	1,727	-2	7,166	1,727	0	9	7	761	3,124	0.9%
Bankinter	4,467	-4	2,890	2,890	1,578	14	10	666	1,968	1.5%
<b>Total</b>	<b>686,360</b>	<b>-686</b>	<b>300,556</b>	<b>282,193</b>	<b>404,167</b>	<b>1,411</b>	<b>725</b>	<b>65,474</b>	<b>247,443</b>	<b>1.1%</b>

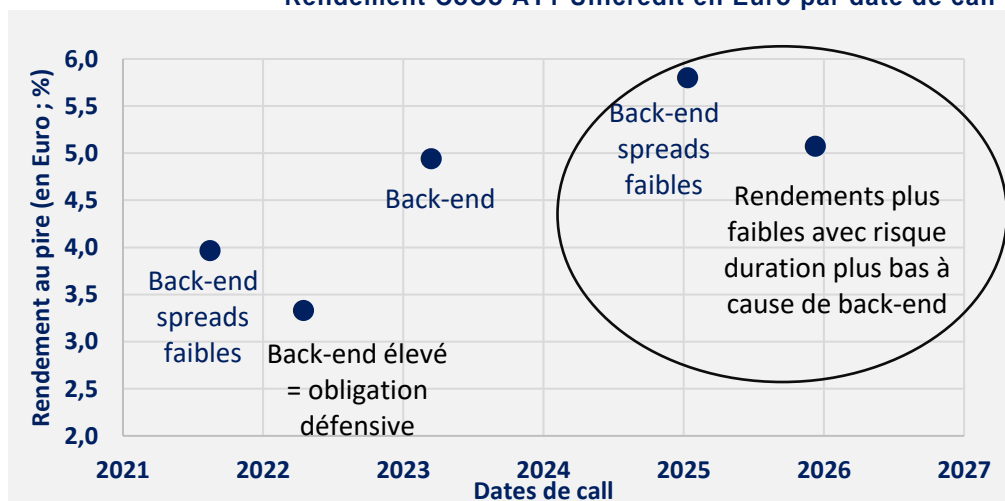
Sources : rapport d'entreprises, Barclays. Pour CASA, les impacts ne concernent pas les réserves du groupe (CASA + Caisses Régionales).

### Gestion dynamique des back-end spreads : un facteur clé pour la génération d'alpha

Les back-end spreads (défini comme le spread contre swap au moment de l'émission d'une AT1 CoCo) sont devenus un élément clé dans la gestion des stratégies de dettes subordonnées. Ils sont utilisés comme spread de référence pour calculer le nouveau coupon que la banque devra payer au cas où leurs AT1 CoCos ne sont pas rappelées (risque d'extension). D'une certaine manière, après le non-rappel de Santander en début d'année, les back-end spreads sont devenus un indicateur important de la probabilité de rappel implicite d'une AT1 CoCo et une source d'alpha très intéressante pour des gérants.

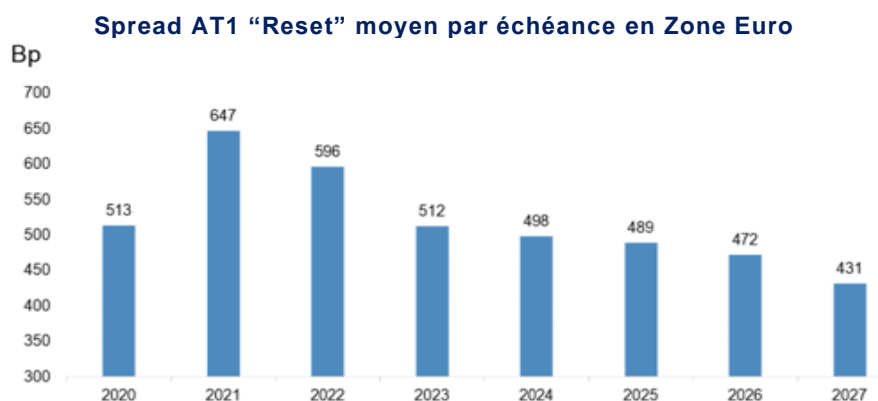
La théorie est la suivante : plus le back-end spread est élevé par rapport aux spreads actuels, plus la probabilité de rappel pour l'AT1 CoCo est élevée. Cela se traduit à son tour par un rendement plus faible pour cette même AT1 CoCo car le marché estime que le "risque d'extension" est proche de zéro. Par conséquent, un même émetteur peut avoir des rendements différents pour chaque AT1 CoCo, notamment du fait des back-end spreads. Comme nous pouvons le voir dans le graphique ci-dessous, les courbes AT1 CoCo sont impactées par cela :

#### Rendement CoCo AT1 Unicredit en Euro par date de call



Sources : Bloomberg, La Française. Données au 14 novembre 2019

Ces derniers mois, nous avons privilégié les AT1 CoCos avec de faibles back-end spreads, c'est-à-dire une probabilité de rappel plus faible et donc plus « risquée », ce qui s'est traduit par un bêta plus élevé, à un moment où le marché a rallyé. Finalement, nous avons été en mesure d'augmenter notre bêta sans augmenter le risque crédit des fonds. Notons également que même si les probabilités de rappel sont certainement plus faibles pour ces AT1 CoCos par rapport à celles qui ont un back-end élevés, dans le cas d'un non-call, les nouveaux coupons seront relativement élevés, comme on peut le voir dans le graphique suivant montrant les « resets » moyens en fonction de la maturité :



Sources : JP Morgan

## Les dettes subordonnées continuent d'évoluer

### Structure des calls

Le marché de la dette subordonnée continue d'évoluer et d'innover. Après le non-rappel de Santander au début de l'année, et afin d'éviter ce genre d'événements à l'avenir, une nouvelle structure de rappel a été mise en place pour les nouvelles AT1 CoCos, offrant plus de latitude. Pour ces nouvelles AT1 CoCos, la date de remboursement ne sera pas fixée à 1 jour comme par le passé, mais plutôt à une période de 6 mois pendant laquelle la Banque pourra rembourser l'obligation à tout moment. Passé ce délai, l'obligation peut être rachetée et/ou réinitialisée tous les 3, 6 ou 12 mois en fonction de son prospectus.



Cette nouvelle structure de call devrait permettre à la date de rappel d'être un sujet moins préoccupant pour les AT1 dans les prochains trimestres.

### RT1 : Les CoCos d'assurance

De nouvelles obligations sont apparues sur le marché des dettes subordonnées d'assurance : les Restricted Tier 1 ou RT1. Comme nous le verrons dans le tableau ci-dessous, ce nouveau type d'assurance de niveau 1 partage de nombreuses caractéristiques communes avec les dettes bancaires. C'est la raison pour laquelle certaines personnes les appellent les nouvelles CoCos d'assurance :

	Tier 1 "solvency I"	Restricted Tier 1 (Solvency II)	Additional Tier 1 (CoCo)
Maturité/Call	PNC5 au moins	PNC5 au moins	PNC5 au moins
Autorisation de remboursement	Autorisation réglementaire Conformité avec les ratios de solvabilité	Autorisation réglementaire Conformité avec les ratios de solvabilité	Autorisation réglementaire Conformité avec les ratios de solvabilité
Coupon Step-up	Autorisé	Interdit	Interdit
Distribution de coupon	Discrétionnaire	- Discrétionnaire - si solvabilité respectée - Si réserves distribuables suffisantes	- Discrétionnaire - si solvabilité respectée - Si réserves distribuables suffisantes
Absorption des pertes	-	Dépréciation du nominal ou conversion en actions si : - MCR < 100% - SCR < 75% ou si < 100% sur 3 mois	Dépréciation du nominal ou conversion en actions si : - atteinte du trigger de CET1 - décision du régulateur
Notation vs. senior	2 crans en dessous	4-6 crans en dessous	4-6 crans en dessous

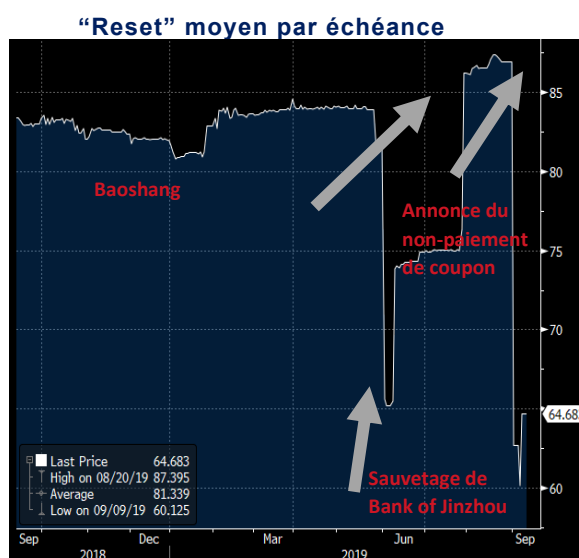
Source : La Française

Comme pour les AT1 CoCos pour les banques, les compagnies d'assurance devront émettre des RT1 pour refinancer les anciennes émissions et maintenir à jour des ratios SCR significatifs. Afin d'innover et d'ajouter de nouvelles sources de rendement et de performance future à nos stratégies, La Française a commencé à investir dans les RT1 dès la création de ces obligations. Ils ont été jusqu'à présent une grande source de performance et nous sommes très confiants à l'idée que les RT1 joueront un rôle important sur le marché de la dette subordonnée dans les années à venir.

## Non-paiement des coupons de CoCos chinoises : signes de maturité de marché

L'environnement positif décrit jusqu'alors ne doit pas faire oublier les risques. Ces derniers mois, nous avons recensé 3 banques privées chinoises de petites tailles faisant face à des épisodes de stress important. Voici une brève description du contexte :

- Baoshang Bank : géré par un tycoon tombé en disgrâce et accusé de corruption -> Banque mise sous tutelle
- Bank of Jinzhou : démission des auditeurs après des soupçons de prêts frauduleux -> Reprise par un consortium para-public organisé rapidement
- Hengfeng Bank : les deux derniers présidents sont sous enquêtes pour détournements de fonds -> La banque a été renflouée par le fonds souverain CIC



Sources : La Française, Bloomberg, Les Echos, Citi. Données au 12 septembre 2019.

Le secteur bancaire chinois est assez morcelé et les petites banques ne sont pas très transparentes. Dans le cas de ces 3 banques, aucune d'entre elle n'avait pas publié de résultats officiels depuis plus de deux ans !

La bonne nouvelle est que les AT1 CoCos des grandes banques chinoises n'ont absolument pas réagi. Leur santé financière n'est effectivement pas remise en question. Cela a montré que leur marché des CoCos est en train de murir, étant donné que le marché a été capable de distinguer les bons éléments des mauvais et que le non-paiement des coupons par ces banques n'a pas eu d'impact sur le marché et les autres CoCos.

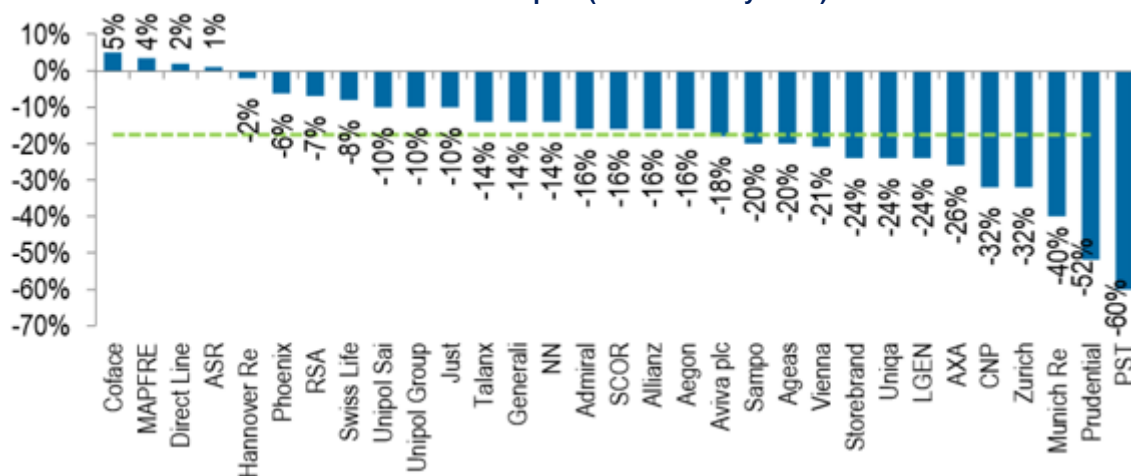
## Les compagnies d'assurance seront mises au défi dans l'environnement de taux bas

En dépit de la baisse de taux séculaire, le monde de l'assurance s'est adapté jusqu'à présent. Mais la baisse des taux en 2019 a mis en lumière les difficultés du secteur à faire face à ce nouvel environnement. Les taux négatifs se généralisent sur les segments autrefois privilégiés par les assureurs pour composer leurs actifs.

Les compagnies d'assurance sont impactées à 3 niveaux : au travers du bilan, de la rentabilité et des cash flows. Les dernières publications de résultats ont mis en lumière l'impact de l'environnement sur les marges de solvabilité de l'assurance-vie. A titre d'exemple, les assureurs hollandais ont vu leurs résultats baisser de 5% au S1 19. En particulier, Aegon a vu sa marge de solvabilité passer de 181% à fin 2018 à 155% au S1 2019 en raison d'écartements de l'impact des spreads sur les actifs et les passifs de la compagnie. Autre exemple, La Mondiale qui voit sa marge de Solvabilité 2 baisser de 33% sur la même période en raison de la baisse des taux et de la baisse de l'UFR (ultimate forward rate – taux d'actualisation des passifs très longs).

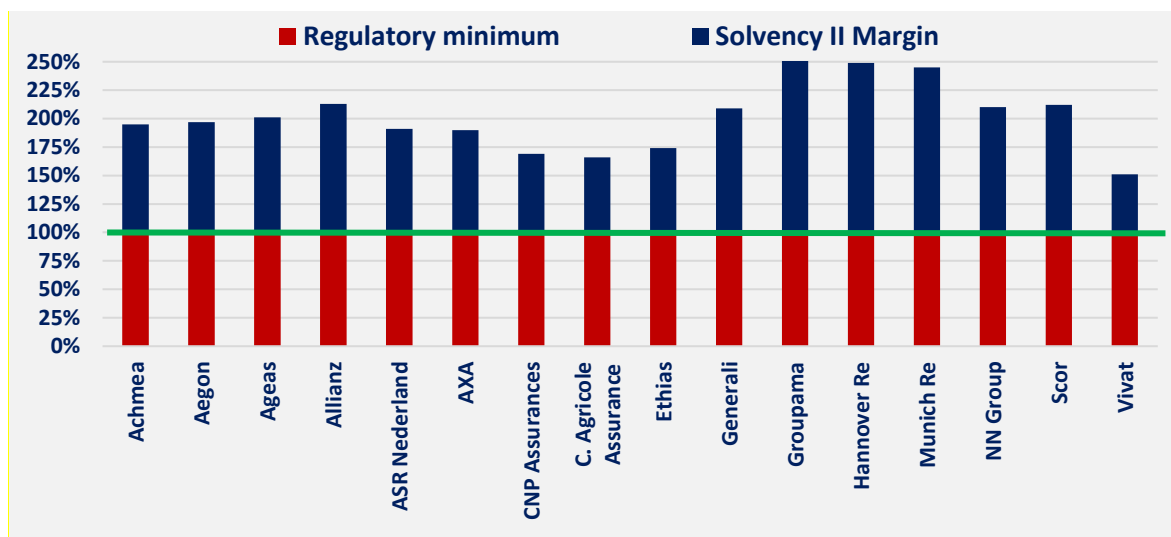
La sensibilité de la marge de Solvabilité 2 en moyenne dans le secteur de l'assurance en Europe est d'environ -17% pour une baisse de 1% des taux. Même si le niveau actuel de la marge Solvabilité 2 est en moyenne de 197%, la dégradation sur le trimestre a été assez significative à plus de 7% en moyenne.

Sensibilité des ratios Solvabilité 2 à une baisse des taux de 100 pbs (-17% en moyenne)



Source : Estimations JP Morgan

## Marges de solvabilité d'une sélection d'assureurs européens (en %)



Source : émetteurs, La Française. Données à fin juin 2019

Ces impacts ne se concentrent pas uniquement sur l'actif mais aussi le passif. En effet, l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) mène en ce moment des consultations jusqu'à début 2020 afin de revoir les méthodes actuelles d'extrapolation des taux sans risques et l'UFR servant à actualiser les provisions techniques. Les discussions s'intensifient à propos du calibrage du LLP (Last Liquid Point – Titre liquide qui a l'échéance la plus lointaine) et de sa maturité. Le diable se cache dans les détails car la modification de la maturité (20, 30 ou 50 ans) et donc du taux du LLP pourrait impacter très fortement les marges de solvabilité. Sur un calibrage à 30 ans, les compagnies allemandes perdraient 100 points de solvabilité !

Evidemment, le but des régulateurs n'est pas de provoquer une catastrophe dans le monde de l'assurance européenne mais de le renforcer. Toutes ces mesures visant à le renforcer seront implémentées de manière progressive. Les règles applicables dans le cadre du SCR (Solvency capital Requirement) bénéficient de mesures transitoires jusqu'en 2032 permettant aux assureurs de s'adapter progressivement. Cependant les impacts sont significatifs et devront être suivis en détail.

Nous anticipons que ce contexte de taux bas soit présent pour une longue période et entraînera d'importants changements stratégiques pour les assureurs. Nous assisterons très probablement à une augmentation de la proportion des unités de compte dans les contrats d'assurance vie afin de limiter l'impact de l'usage de la garantie par l'entreprise ; la sortie des activités vie pour l'IARD, l'augmentation des investissements sur les actifs risqués et illiquides pour les entreprises le pouvant, ou à contrario la mise en place de couvertures sur des portefeuilles actions pour réduire l'impact de Solvency II à court terme, pour les citer.

Pour l'instant nous pensons que les niveaux actuels élevés de fonds propres dans le secteur et la forte volonté des dirigeants assureurs concernant la préservation de ces derniers sont rassurants ; cela nous conduit à maintenir nos niveaux d'investissements actuels en dettes subordonnées.

Nous privilégions les RT1, qui sont des obligations émises par des assureurs qui émettent ces obligations en souhaitant refinancer leurs anciennes souches et maintenir leur ratios SCR à des niveaux importants.

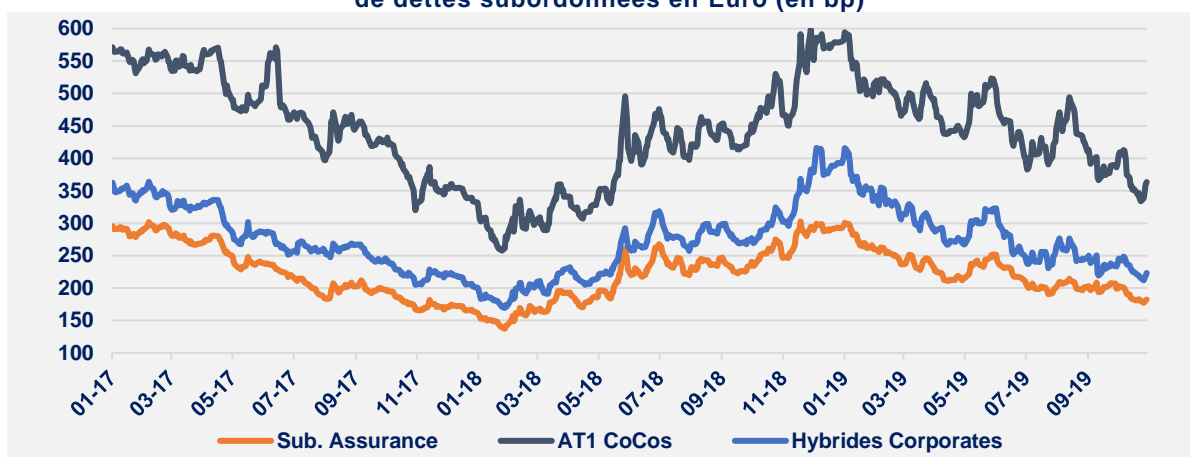
Comme mentionné précédemment dans ce rapport, la structure de rappel de ces RT1 est identique à celle des AT1 bancaires : option de remboursement à 5 ans au moins (date de rappel), autorisation réglementaire pour le remboursement en conformité avec les ratios de solvabilité, sans step-up. Deux possibilités en cas de pertes : dépréciation sur le nominal ou conversion en action si le MCR (Minimum Capital Requirement) est inférieur à 100% ou si le SCR est inférieur à 75% ou inférieur à 100% pendant 3 mois.



## Perspectives sur les dettes subordonnées

Les spreads des dettes subordonnées intègrent en partie le CSPP mais demeurent encore loin des plus bas touchés en janvier 2018 (voir graphique ci-dessous). Nous avons des raisons de croire que les plus bas niveaux seront touchés à nouveau en raison du nouveau QE, positif pour les dettes d'Etat ainsi que les dettes privées IG, historiquement très corrélées aux dettes bancaires et particulièrement les AT1 CoCos. De plus, le secteur bancaire poursuit sa tendance positive déduction du levier d'endettement tout en augmentant ses ratios de solvabilité bien au-delà des exigences actuelles. Et tout cela dans un marché plus que jamais en recherche de rendement.

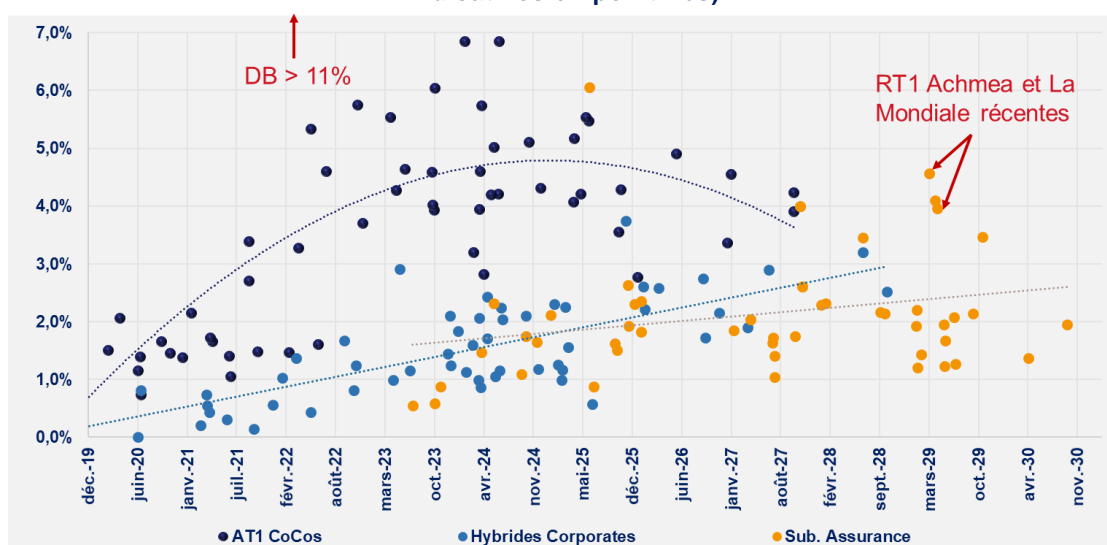
Evolution des spreads contre benchmark d'indices de dettes subordonnées en Euro (en bp)



Sources : La Française, Bloomberg, Credit Suisse, JPMorgan. Données au 31 octobre 2019.

En moyenne, les obligations subordonnées et particulièrement les CoCos figurent parmi les actifs présentant les plus hauts rendements au sein du monde obligataire à l'heure actuelle. Les AT1 CoCos ne sont que légèrement devancées par le marché du High Yield américain en matière de « Yield to Worst ». Cela dit, en tenant compte de la note moyenne de chacun (la note moyenne des CoCos est de BB alors que la note moyenne du HY est légèrement plus basse), les CoCos ont de loin le meilleur ratio notation / rendement du marché obligataire actuellement. Enfin, l'arrivée de nouvelles émissions de CoCo et de RT1 offre de nouvelles opportunités d'investissement non seulement à haut rendement mais aussi à durée plus longue, permettant la mise en œuvre de nouvelles stratégies.

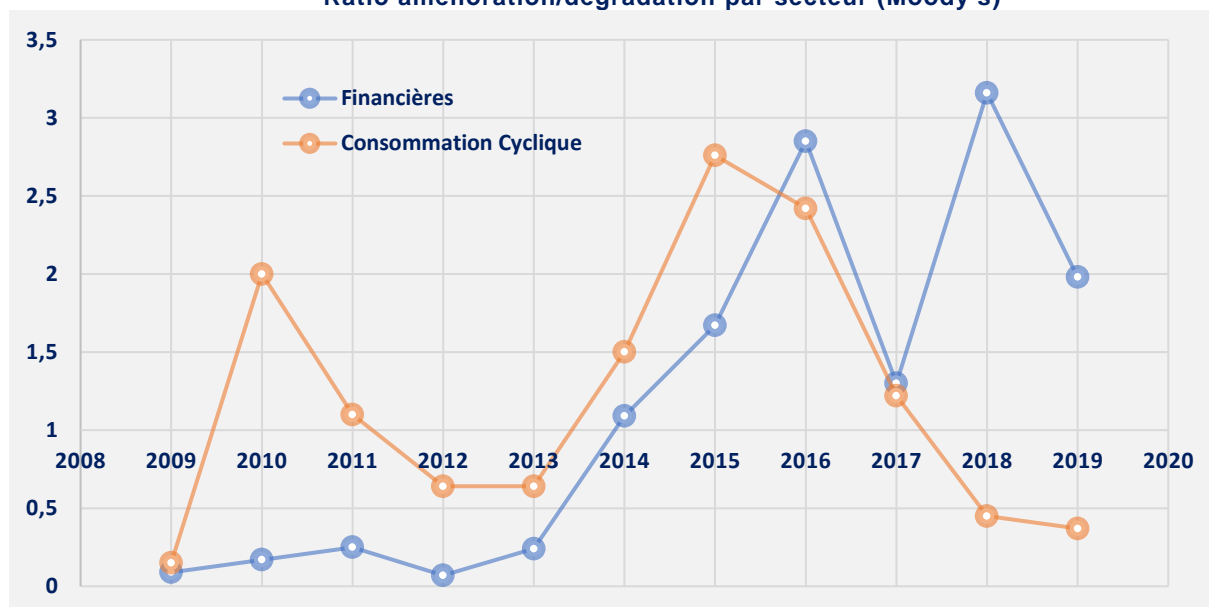
### Rendements en EUR aux dates de call d'une sélection de souches subordonnées euro (courbes de taux indicatives en pointillés)



Sources : Natixis, Morgan Stanley. Données au 31 octobre 2019

Dernier point et pas des moindres, le secteur financier continue de bénéficier de ratios amélioration / dégradation positifs par rapport aux autres secteurs. Bien que ce ratio n'ait peut-être pas été très important dans le passé, en regardant vers l'avenir avec des risques de ralentissement plus élevés, il devient un avantage important pour les CoCos par rapport aux obligations IG et HY d'autres secteurs.

**Ratio amélioration/dégradation par secteur (Moody's)**



Source : Moody's, 18 novembre 2019

Nous estimons qu'il n'y a que deux façons d'obtenir des rendements élevés sur les obligations liquides actuellement : soit en prenant un risque crédit par le biais d'une exposition au High Yield, soit en prenant un "risque de taux de recouvrement" par le biais d'une subordination à faible risque de crédit. Avec l'ensemble des éléments décrits dans notre rapport, il est difficile de ne pas être positif sur la dette subordonnée et les CoCos pour la prochaine année 2020. Bien qu'il puisse y avoir des instants de volatilité, il est difficile de trouver de meilleurs actifs en matière de rendements ajustés du risque de crédit actuellement.

**CE DOCUMENT EST RESERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS AU SENS DE LA DIRECTIVE MIF II**

Publication destinée à un public professionnel. 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 sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. 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.

