

## L'opportunité offerte par la dette subordonnée s'est montrée à la hauteur des attentes

Mardi, 11/21/2017

La crise financière a eu un impact considérable sur les banques...



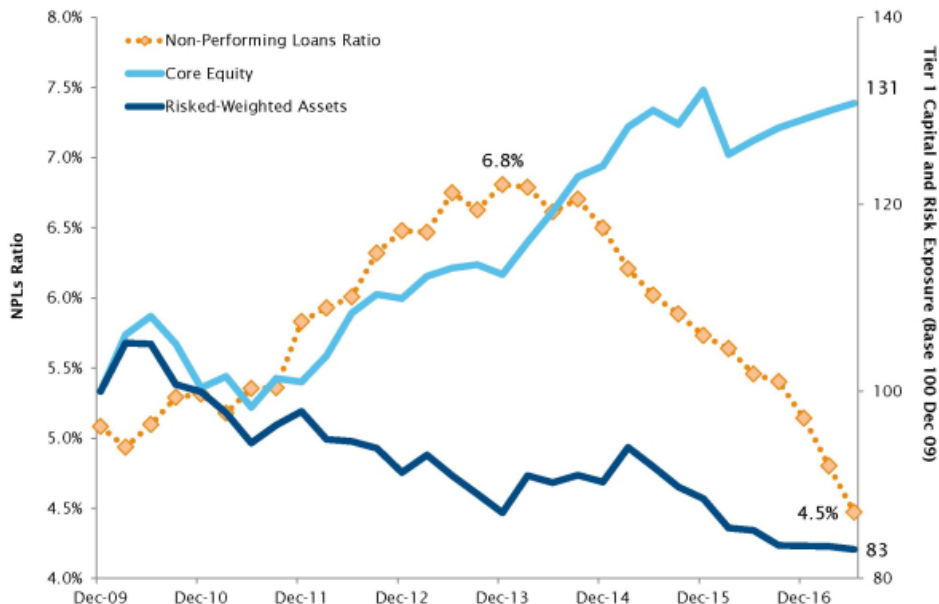
- La crise financière de 2008-2009 a changé la donne pour les investisseurs obligataires, car elle a créé de nouvelles opportunités, en particulier pour les spécialistes du crédit
- Le réel impact de la crise financière n'a pas été immédiat, mais est au contraire devenu de plus en plus visible bien des mois voire des années après que les marchés actions ont commencé à se remettre de leurs pertes extrêmes
- En août 2016, SYZ Asset Management a décidé de lancer un fonds dédié aux obligations subordonnées européennes dont l'encours vient d'atteindre EUR 100 millions
- Nos spécialistes des obligations d'entreprise basés à Milan, qui géraient des actifs dans ce segment depuis 2003, ont identifié dans la dette subordonnée une opportunité unique découlant de la crise financière et de son impact indirect sur la réglementation et les comportements en matière de financement
- A ce jour, la stratégie affiche de solides performances et les perspectives dans ce segment à forte croissance restent attractives

### Une opportunité structurelle dans le sillage de la crise financière

La crise financière a eu un impact considérable sur les banques. Les pertes colossales induites par la forte augmentation des créances douteuses (voir graphique 1 ci-dessous) ont amené les banques à cesser bon nombre de leurs activités traditionnelles, y compris l'octroi de prêts à des clients autres que ceux présentant une qualité de crédit des plus élevées. Dans le même temps, sous l'effet du durcissement de la réglementation, les établissements financiers ont amorcé une restructuration de leurs bilans via l'amélioration de leur structure capitalistique et de la qualité de leurs actifs. Enfin, les besoins de financement des entreprises non financières n'ont pas disparu sous l'effet du retrait des banques du marché. En revanche, d'autres acteurs se sont substitués aux banques, notamment des investisseurs institutionnels en quête d'opportunités de rendements attractifs.



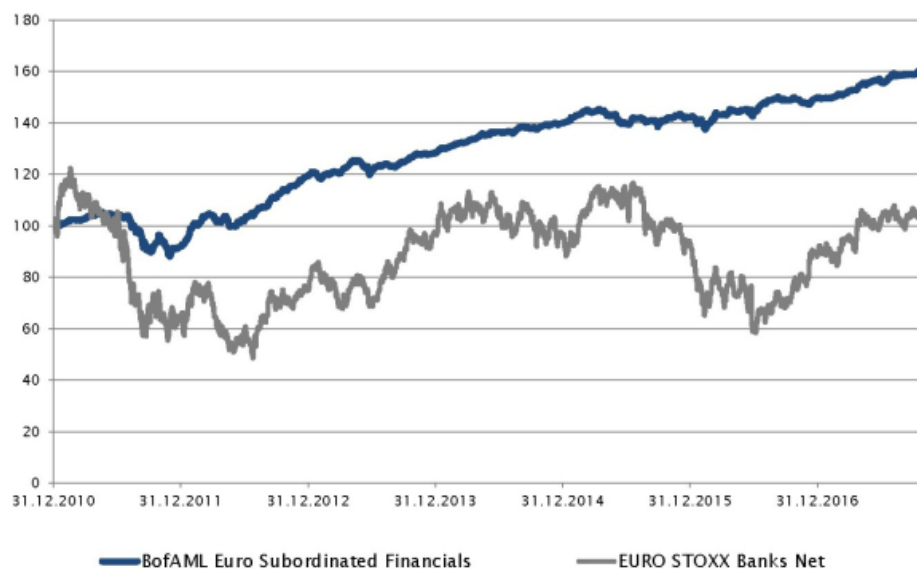
L'impact des créances douteuses sur le bilan des établissements bancaires a engendré un changement radical des pratiques d'affaires (en matière de crédit) et contraint les régulateurs à intervenir pour sauver les banques de la faillite



Source  
Bloomberg, SYZ Asset Management. Données au: samedi 30 septembre 2017

Ces facteurs ont eu un impact important sur le marché des obligations subordonnées, qui a connu une évolution considérable depuis 2008 en termes de taille, de liquidité, de caractéristiques des titres concernés et de réglementation. Les investisseurs pour la plupart ont misé sur le thème de la recapitalisation par le biais des actions, qui ont fortement progressé ces dernières années. A tous égards ou presque, les actions bancaires paraissent valorisées à leur juste valeur voire au-delà. Or, il en va autrement de la dette subordonnée, une nouvelle sous-classe d'actifs relativement méconnue et inaccessible aux investisseurs. En conséquence, l'opportunité qu'offre la dette subordonnée reste très attractive, nonobstant la forte croissance qu'affiche désormais cette sous-classe d'actifs, avec des émissions aussi bien de la part d'établissements financiers que d'entreprises non financières.

Investir dans les actifs financiers européens était non seulement moins risqué, mais également plus profitable que de tenter d'anticiper sur le redressement des actions



Source  
Bloomberg, SYZ Asset Management. Données au: mercredi 25 octobre 2017

## Evolution du marché des obligations subordonnées en 2017

Les attentes de l'équipe se sont presque toutes concrétisées durant la première année d'existence de notre stratégie autonome axée sur la dette subordonnée. La revalorisation de la dette subordonnée et, par conséquent, sa performance positive, a été impulsée par la nette amélioration des facteurs macroéconomiques et fondamentaux. Le regain d'appétit pour le risque ainsi que la connaissance et l'intérêt accrus des investisseurs pour cette sous-classe d'actifs ont alimenté la demande. Bien que la méconnaissance des obligations subordonnées ait diminué en raison du sentiment des investisseurs et du simple besoin d'obtenir des rendements attractifs dans les segments «plus risqués» de la structure du capital, la persistance d'importantes asymétries d'information a permis aux investisseurs actifs et confirmés de générer de solides performances.

D'un point de vue macroéconomique, l'Europe a profité d'un cycle économique positif qui s'accélère alors que l'inflation reste faible. Cette tendance a été soutenue par le maintien de politiques monétaires extrêmement accommodantes alors que les banques centrales étaient dans l'attente de pressions haussières plus stables et constantes sur les prix à la consommation. Ce scénario de croissance modérée, mais néanmoins positive, a également trouvé son reflet dans les fondamentaux de crédit, avec une augmentation des marges des émetteurs au niveau des entreprises et une diminution de leur endettement depuis le second semestre 2016.

Pour ce qui est du risque politique, les résultats des élections aux Pays-Bas, en France, au Royaume-Uni et en Allemagne ont endigué les mouvements populistes et anti-européens. En conséquence, le risque politique a diminué (jusqu'à la crise de l'indépendance catalane), de même que les primes de risque associées. L'apaisement de ces facteurs de risque macroéconomique a contribué à l'amélioration du sentiment vis-à-vis des actifs risqués, y compris à l'égard des obligations subordonnées.

## La dette subordonnée va continuer d'offrir une opportunité croissante et convaincante à l'avenir

Bien qu'il ne soit plus une nouveauté, le marché de la dette subordonnée reste en phase de développement en Europe, si bien qu'il n'est pas encore efficient – une situation idéale pour un investisseur actif spécialisé. En particulier, plusieurs des caractéristiques attrayantes que présentait ce marché lors du lancement de notre fonds sont encore d'actualité aujourd'hui.

### 1. Un marché en expansion assorti d'une bonne liquidité

Durant ces dernières années, le marché des obligations subordonnées a connu une croissance considérable, la valeur nominale des titres émis par les sociétés européennes atteignant pas moins d'EUR 660 milliards. Ce chiffre est à comparer aux obligations à haut rendement, qui représentent EUR 320 milliards hors titres subordonnés. En outre, la liquidité du marché s'est améliorée dans la mesure où les émetteurs sont par nature de grandes capitalisations et sachant que le montant des titres en circulation atteint environ EUR 850 millions.

### 2. Des rendements et des valorisations attrayants

Les obligations subordonnées offrent un portage très attractif, avec un rendement moyen supérieur à 4% et un spread d'environ 350 points de base (pb) contre 1% et 100 pb pour les obligations d'entreprise Investment Grade en euros, et 4,5% et 400 pb pour les instruments à haut rendement. Ces spreads s'accompagnent d'un degré élevé de dispersion comparé à la dette senior, laissant aux spécialistes du crédit une plus grande marge de manœuvre pour identifier des opportunités issues d'anomalies de valorisation et générer des performances. Un an plus tard, les spreads continuent d'afficher des niveaux attractifs, les primes demeurant aux alentours de 250 pb, et offrent même une meilleure valeur relative sachant qu'ils commencent à se rapprocher de ceux des placements à haut rendement.

### 3. Une qualité de crédit solide (par rapport au haut rendement)

De plus, comparé aux placements à haut rendement, les notations des émetteurs entrent dans la catégorie Investment Grade : bien que les obligations subordonnées se répartissent entre les catégories Investment Grade (66 %) et haut rendement (34 %), les émetteurs sont généralement de grands établissements financiers et des entreprises à grande capitalisation, dont 95 % bénéficient d'une notation Investment Grade.

### 4. SYZ dispose de spécialistes capables de déceler d'excellentes propositions de valeur

L'équipe de gestion jouit d'une parfaite connaissance du marché européen du crédit et a notamment un avantage dans le segment de niche que constitue la dette subordonnée. Elle a en effet commencé à investir dans ce segment en 2009 dans le cadre de son portefeuille global d'obligations d'entreprise européennes (1). L'équipe a développé divers modèles de valorisation qui lui permettent d'exploiter les anomalies de cours dans les différents sous-segments de la dette subordonnée.

## Les fondamentaux continuent à permettre de solides performances

D'un point de vue ascendant, les fondamentaux des banques poursuivent leur redressement: leurs ratios de capitalisation s'améliorent, tandis que les risques d'insolvabilité diminuent. Les augmentations de capital auxquelles de nombreux établissements européens ont procédé durant l'année ont été promptement absorbées par les marchés d'actions. Ces opérations ont eu un impact positif sur les instruments subordonnés des émetteurs, car la consolidation résultante de leurs fonds propres a éliminé les doutes entourant leur capacité à honorer leurs obligations, y compris à rembourser leurs dettes, et a également accru leur capacité à faire face à l'avenir à d'éventuelles pertes sur créances douteuses du fait de défauts ou de dépréciations partielles ou totales.

Globalement, les taux d'actifs pondérés par le risque et de créances douteuses diminuent de façon régulière, les taux de créances douteuses ayant chuté de plus de 30% en l'espace de trois ans. Par conséquent, d'un point de vue systémique, le risque sous-jacent des instruments subordonnés a diminué. De plus, ce thème va perdurer dans la mesure où la recapitalisation structurelle du système financier européen se poursuit, plusieurs établissements éprouvant le besoin – et dans de nombreux cas étant contraints par les régulateurs – d'améliorer leurs ratios de fonds propres. L'opportunité qu'offre la dette subordonnée va perdurer longtemps encore et, compte tenu des exigences réglementaires relatives au crédit, elle semble appelée à devenir un élément immuable des marchés obligataires à l'avenir.

D'un point de vue descendant, les indicateurs de croissance dans l'UE continuent de s'améliorer. Les derniers chiffres sur les taux de croissance annuelle font état d'une expansion de plus de 2% et les perspectives semblent solides. L'inflation sous-jacente affiche également une accélération progressive et soutient le redressement graduel que connaît l'UE depuis 2014 (2). L'amélioration des conditions macroéconomiques donnera une impulsion supplémentaire aux établissements financiers et aura un impact positif sur leurs actions et leurs obligations.

## La première année de l'OYSTER European Subordinated Bonds Fund s'est conclue par une solide performance

Le fonds a enregistré un rendement de +10,4% (classe de parts R en EUR) depuis son lancement fin août 2016 jusqu'au 31 octobre 2017. Non seulement il affiche une performance absolue attractive, mais d'un point de vue relatif, le fonds surperforme l'indice BofA Merrill Lynch Euro Subordinated Financial (3) de 2,4% et se classe dans le 9e centile de son groupe de référence Lipper (Lipper Bond Europe High Yield) depuis son lancement.

La performance du fonds s'est appuyée principalement sur trois vecteurs clés:

1. L'équipe de gestion a profité des conditions de crédit favorables pour surpondérer le segment le plus dynamique et offrant le rendement le plus élevé du marché de la dette subordonnée, à savoir les obligations convertibles contingentes (CoCo) et les titres hybrides. Ces instruments ont été les plus rémunérateurs durant la période, bien qu'ils aient affiché la volatilité la plus élevée.
2. Afin d'atténuer le risque de taux d'intérêt et de lisser la volatilité globale du fonds, la duration du portefeuille a été maintenue à un niveau inférieur d'un an en moyenne à celui de l'indice. Ce positionnement tactique visait à éviter qu'un degré supplémentaire de risque de taux d'intérêt ne vienne s'ajouter au risque de crédit.
3. La sélection de titres a été importante. Sachant que pour bon nombre d'investisseurs les obligations subordonnées constituent une nouveauté et un segment relativement méconnu de la structure du capital, l'équipe de gestion est parvenue à déceler des anomalies de cours qui lui ont permis d'acheter des obligations intéressantes moyennant une décote.

## Perspectives pour 2018 et au-delà

A ce stade de l'année civile, les obligations subordonnées européennes se révèlent être l'une des classes d'actifs obligataires les plus performantes en 2017. Selon nous, leur forte progression jusqu'ici est loin d'avoir atteint son terme et les investisseurs devraient pouvoir tabler sur de nouveaux gains attrayants. Tant du point de vue de la valorisation absolue que par rapport aux autres actifs obligataires, il existe de bonnes raisons de s'attendre à ce que la performance attractive des titres de dette subordonnée depuis le début de l'année 2017 se prolonge. Cela dit, l'approche flexible d'un gérant actif spécialiste du crédit sera essentielle pour la surperformance et la gestion des risques. Les conditions actuelles sont difficiles pour les investisseurs obligataires et le paradigme a indéniablement changé par rapport aux années passées. Cependant, il est possible d'obtenir des performances attractives dans les conditions voulues et la dette subordonnée est selon nous un segment dans lequel les opportunités sont mûres.

*(1) OYSTER European Corporate Bonds*

*(2) Source: Trading Economics. Données au 25 octobre 2017*

*(3) Indice de référence du fonds depuis son lancement*

---

## Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-incluses. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.