

## La chasse au rendement en terrain sûr

Mercredi, 01/10/2018

En plus d'offrir un équilibre intéressant entre risque et rendement, la dette subordonnée présente plusieurs caractéristiques favorables: rendement attractif, émetteurs avec une qualité de crédit IG, liquidité et capacité d'absorption de l'impact des hausses de taux d'intérêt.



**Michalis Ditsas**  
Investment Specialist

*«La dette subordonnée offre aux investisseurs un effet de portage comparable à celui des titres à haut rendement, un profil de crédit et de liquidité solide, un élément de diversification au sein d'un portefeuille obligataire et de solides fondamentaux.»*

Le nomadisme, dérivé du mot grec «νομάς» signifiant se déplacer pour rechercher des pâturages, est de loin la plus ancienne méthode de subsistance de l'humanité, et la stratégie la plus efficace pour exploiter des ressources rares. Sur les marchés obligataires, la quête de ressources, ou de rendement, n'a jamais été aussi intense, mais il est crucial de mûrement réfléchir avant de prendre toute décision pour atteindre un résultat concluant.

Au cours des dernières années, les investisseurs se sont tournés vers des stratégies plus risquées alors que les marchés obligataires européens continuaient d'offrir des rendements faibles, voire négatifs, en raison de la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne et que la volatilité demeurait à des niveaux historiquement bas. Heureusement, la classe d'actifs assez récente des titres de dette subordonnée offre un équilibre intéressant entre risque et rendement tout en présentant plusieurs caractéristiques favorables.



Le marché de la dette subordonnée européenne représente plus du double du volume des obligations senior à haut rendement et offre une large palette d'instruments d'investissement, à savoir les obligations convertibles contingentes et les titres de dette Tier 2 émis par des banques, les titres de dette Tier 1 et Tier 2 émis par des compagnies d'assurance et les titres hybrides émis par des entreprises non financières. S'ils ont un rang inférieur dans la hiérarchie des dettes à l'égard des détenteurs de la société et sont exposés à des risques spécifiques tels que le report ou l'annulation des coupons et l'absorption des pertes, ces instruments sont toutefois émis par des sociétés bien notées et s'accompagnent d'un rendement plus élevé pour les investisseurs.

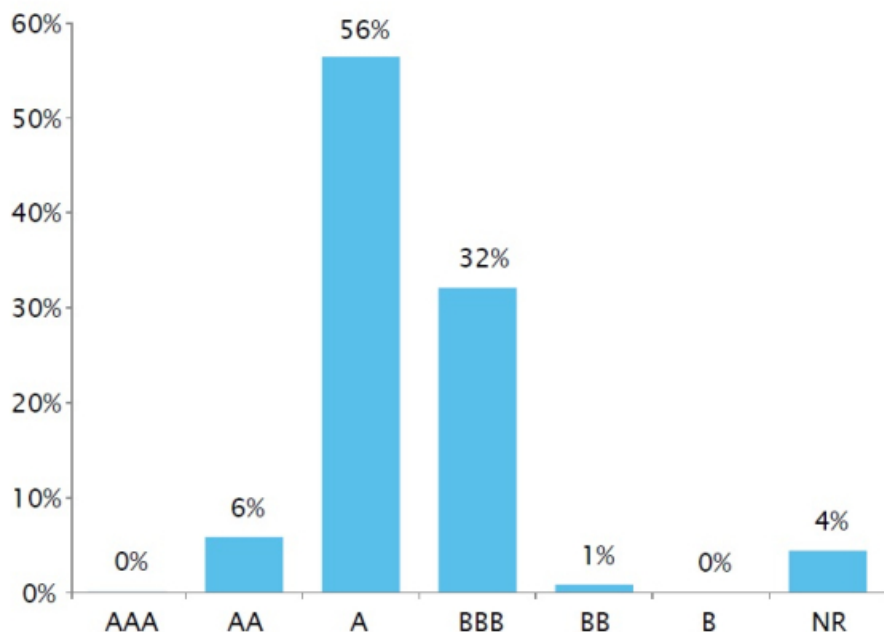
	<b>EUROPEAN SUBORDINATED</b>	<b>EUROPEAN HIGH YIELD (excluding Subordinated)</b>
MARKET SIZE	€ 670 Bn	€ 350 Bn
AVERAGE ISSUE SIZE	€ 1000 Mn	€ 600 Mn
AVERAGE BOND RATING	BBB-	BB-
AVERAGE ISSUER RATING	A-	BB
PREMIUM VS SENIOR IG BONDS	120 bps	180 bps

Source  
indices BofA-ML Données au: samedi 31 décembre 2016

L'univers de la dette subordonnée se caractérise par la notation élevée des émetteurs, 95% d'entre eux étant notés Investment Grade. Il n'y a là rien d'étonnant puisque les banques, qui ont été recapitalisées et ont réduit leurs risques en doublant leurs fonds propres au cours des dix dernières années, ont dans le même temps diminué le taux de leurs actifs pondérés par le risque et de leurs créances douteuses. Les compagnies d'assurance ont quant à elles bénéficié du relèvement de leur notation à la faveur de l'amélioration de la composition de leur capital et de leurs ratios de solvabilité.

## Répartition des émetteurs par notation

95% des émetteurs sont notés Investment Grade



Source

Bloomberg, ICE BofA-ML Données au: mardi 31 octobre 2017

Outre le fait qu'elle présente l'avantage d'une faible exposition à la durée, cette classe d'actifs offre une valeur relative attrayante par rapport aux obligations à haut rendement, ainsi que des opportunités liées à des anomalies de valorisation, car la dispersion des spreads est nettement plus élevée que pour les obligations seniors notées Investment Grade. Enfin, grâce aux primes de risque élevées intégrées dans les obligations subordonnées, celles-ci ont également l'avantage de pouvoir absorber l'impact des hausses de taux d'intérêt et de dégager ainsi une meilleure performance que d'autres stratégies obligataires en période de hausse des taux.

Dans l'ensemble, comme pour la vie nomade, la classe d'actifs des dettes subordonnées n'est pas exempte de risques. Toutefois, ceux-ci sont compensés par la diversification offerte aux investisseurs au sein de leur portefeuille obligataire, par l'effet de portage élevé (comparable à celui du haut rendement) assorti d'un profil de crédit et de liquidité solide, et par les perspectives à long terme soutenues par la recapitalisation structurelle des valeurs financières et la politique accommodante des banques centrales.

## 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 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.