

Nuageux avec possibilités d'averse

L'été fut pour le moins pluvieux pour le marché international du crédit. Il avait déjà été pris sous les nuages de la macroéconomie au printemps, avec la faiblesse des marchés émergents et la chute des prix des matières premières. Il acheva le mois de septembre trempé, sous la pression des nouvelles émissions et la résurgence du risque idiosyncratique. Quels sont désormais les facteurs climatiques qui devraient influencer cette classe d'actifs ?

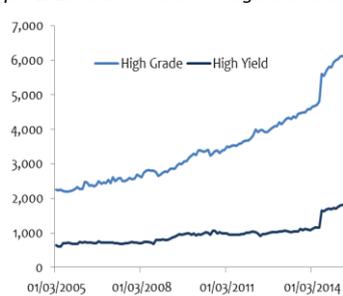
Pas de vent porteur à attendre des fondamentaux

Les fondamentaux de crédit ne devraient pas particulièrement servir de vent arrière à la classe d'actifs. S'ils demeurent satisfaisants dans l'ensemble, ceux des émetteurs exposés aux marchés émergents et aux matières premières devraient rester sous pression. Les politiques monétaires accommodantes aux États-Unis et en Europe ont une telle importance que l'analyse macroéconomique *top-down* doit toujours prévaloir pour juger de la valeur offerte par le crédit. Avec le retour du risque idiosyncratique, l'analyse fondamentale, dite *bottom-up*, a toutefois retrouvé son lustre. Si certains gérants de portefeuilles de crédits étaient devenus obsédés par la surveillance des banques centrales au point d'ignorer qui était Hans Dieter Pötsch lorsqu'il fut récemment nommé à la présidence de Volkswagen, il est temps qu'ils repeuplent leur panthéon par des directeurs financiers. En effet, la marge d'erreur dans la sélection des émetteurs de crédit a considérablement diminué. D'une part, les spreads de crédit sont relativement serrés. D'autre part, la liquidité du marché international des obligations d'entreprise s'est considérablement réduite, limitant ainsi la capacité pour les investisseurs à recycler le risque.

Le vent contraire d'une liquidité réduite

L'évaporation de la liquidité du crédit résulte en grande part des nouvelles réglementations bancaires. Soumises à des ratios de capitalisation et de liquidité de plus en plus contraignants, les banques ont dû nettement réduire leurs inventaires de crédits (*cf. graphique 1 ci-dessous*). Dans le même temps, le marché du crédit s'est considérablement développé, devenant le principal moteur du cycle du crédit des entreprises après la crise (*cf. graphique 2*). Aux États-Unis, la taille du marché du crédit *investment grade* a presque doublé par rapport au PIB sur les 8 dernières années (de 15 à 30%), prenant ainsi le relai des banques désormais fortement contraintes. Si par le passé certaines émissions de crédit ont pu faire de l'ombre aux meilleurs interprètes d'*air guitar*, en performant dans des volumes quasiment inexistantes, le revers d'une faible liquidité a pu être observé cet été : quelques arbitrages nerveux sur les titres d'émetteurs sous les feux de la rampe ont suffi à générer une véritable série de sous-performances. Le manque de liquidité est aussi parfois aggravé par le mimétisme de grands investisseurs institutionnels contraints par des limites strictes, telles que des critères d'investissement socialement responsable et des limites de notation internes. Il devient alors plus facile pour un chameau de passer par le chas d'une aiguille que pour un investisseur de vendre une obligation ainsi stigmatisée à un prix proche de sa valeur intrinsèque.

Graphique 1. Positions des SVT (Mds USD)

Graphique 2. Encours total des obligations d'entreprise (Mds USD)

Source : MarketAxess
Des facteurs techniques à ne pas négliger

À l'instar de l'analyse macroéconomique et des fondamentaux de crédit, l'analyse des facteurs techniques (c.à.d. l'équilibre de l'offre et la demande) ne doit pas être négligée pour comprendre le marché du crédit. Ces derniers expliquent une bonne partie du comportement du marché en septembre. La file d'attente des émissions d'obligations d'entreprise était longue, les couvertures des émissions par les carnets d'ordres faibles, et les concessions de primes d'émissions élevées. Dans un contexte déjà difficile pour les souscriptions dans les

Une gamme d'émetteurs de crédits élargie

fonds de crédit, le marché a naturellement souffert d'indigestion. Le suivi des enquêtes sur les liquidités disponibles dans les fonds aidait par ailleurs à anticiper l'impact des flux entrants ou sortants sur le marché du crédit.

Le marché du crédit a cru en volume mais aussi en nombres d'émetteurs, de produits offerts et de participants, au point de présenter des similitudes avec un grand magasin. Comme tel, le marché du crédit attire aussi ses touristes, qu'il s'agisse d'investisseurs obligataires en quête de rendement ou d'émetteurs recherchant un financement bon marché. La rencontre des deux se conclue inmanquablement dans la douleur, comme nous avons pu le constater cet été avec la contreperformance des crédits émis par des négociants de matières premières. Compte tenu de l'opacité de leur activité et de l'importance des actifs qu'ils gagent auprès de banques, ce ne sont pas des candidats naturels aux émissions non-sécurisées. Quelques points de base de spread concédés à l'émission et des vertus de diversification hâtivement prêtées à l'investissement auront cependant suffi pour attirer des investisseurs non-avertis.

Une gamme d'instruments de crédit plus profonde

Les instruments de crédit sont également de plus en plus variés car l'innovation est restée au pouvoir après la grande crise financière de 2008. Non sans une certaine ironie, cette innovation a souvent été promue par les régulateurs bancaires et, encore une fois, façonnée par les agences de notation et les banques d'investissement. Le concept de la subordination fut au cœur de l'innovation avec le développement de nouvelles formes de dettes subordonnées. Encouragées par le traitement favorable qu'en font les agences de notation, les entreprises ont émis plus de 100 Md € de dette subordonnée hybride. En voulant doper les ratios de capitalisation des banques, les régulateurs bancaires ont quant à eux favorisé l'essor rapide des obligations convertibles contingentes (les Cocos) dont l'encours total atteint aujourd'hui 120 Md €. Le manque de différenciation au sein de ces deux groupes de dettes subordonnées, souvent considérés d'une manière trop monolithique par le marché, a cependant donné naissance à des opportunités pour les investisseurs les plus avisés.

Préparez-vous pour une nouvelle soupe d'alphabet

La confusion s'accroît également en ce qui concerne la stratification des dettes bancaires. Par exemple, une dette bancaire considérée comme senior aujourd'hui pourrait moins l'être à l'avenir. Elle pourrait ainsi devenir *bail-inable* en étant incluse dans le TLAC (*Total Loss Absorbency Capital*, c.à.d. la capacité totale d'absorption des pertes) des G-SIB (*Global Systematically Important Banks*, c.à.d. les banques globales d'importance systémique). Les règles du TLAC, qui seront dévoilées lors du Sommet du G-20 en novembre, devraient fixer le TLAC à un minimum de 16% des RWA (*Risk Weighted Assets*, c.à.d. les actifs pondérés par les risques) des banques à partir de janvier 2019. Comme si cela ne suffisait pas, les pays européens sont en train de promulguer des lois différentes pour essayer de réduire la pression découlant du TLAC. Au Royaume-Uni, seules les obligations seniors émises par les sociétés de tête seront éligibles au TLAC. L'Allemagne propose de rendre *bail-inable* la dette senior non garantie, tandis que l'Espagne, ne craignant pas les oxymores, permettrait aux banques d'émettre des obligations *seniors subordonnées*. Tout cela va continuer d'affecter le niveau de subordination de la dette existante, ainsi que la nature et l'évolution future des émissions obligataires.

Un travail de sélection exhaustif

Le marché international des obligations d'entreprise est devenu un véritable grand magasin où un nombre croissant d'émetteurs proposent des formes toujours nouvelles d'émissions obligataires. La réglementation bancaire, en constante évolution, a créé un vent contraire persistant : elle entretient l'incertitude concernant le rang de remboursement de certaines émissions existantes et réduit la liquidité du marché. Bien que l'analyse macro-économique n'incite toujours pas à investir dans le crédit, un travail de sélection complet et rigoureux permet cependant d'extraire de la valeur de cette classe d'actifs. Chaque aspect compte, depuis l'étude des réglementations bancaires nationales jusqu'au suivi des flux dans les fonds spécialisés. La prise en compte de tous ces aspects est le seul moyen pour revenir avec la juste allocation du grand magasin du crédit.

Publié à Londres, octobre 2015

Ce document est destiné à des clients professionnels. Il 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 H2O Asset Management LLP. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par H2O Asset Management LLP à partir de sources qu'elle estime fiables. H2O Asset Management LLP 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.

Mentions légales

Le présent document a été rédigé par H2O Asset Management LLP. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Ce 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. 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.

Dans l'U.E. francophone Le présent document est fourni par NGAM S.A. ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Le présent document est fourni par NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse : Le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl. Registered office: Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse. Certains fonds de H2O AM LLP ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les

fonds enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés «Informations clés pour l'investisseur», les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 101, CH-8066 Zurich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, 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 Global Asset Management 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 Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

H2O ASSET MANAGEMENT LLP : 10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, United Kingdom, Management Company n°529105 FCA.

www.h2o-am.com

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT S.A. : RCS Paris n° 453 952 681, 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris, Société anonyme au capital de 156 344 050 euros.

www.ngam.natixis.com