

OÙ EN EST-ON DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE SUR LES DETTES FINANCIÈRES ?



Sophie Palagos
Analyste Crédit
Financières

Septembre a enregistré un volume important d'émissions obligataires, qui provient surtout des banques européennes. Elles avancent dans leur plan de financement annuel, 70 % de leurs besoins étant déjà satisfaits. Depuis le début de l'année, elles ont émis des obligations pour 258MD€, y compris des titres *senior preferred* pour 83MD€ et des titres *loss absorbing non-preferred* aux AT1 pour répondre à leurs diverses poches de capital réglementaire.

On note une augmentation d'émetteurs primaires pour des émissions de *senior non-preferred*, surtout des banques d'Europe centrale et de l'Est. Vue leur petite taille, il est peu probable qu'elles construisent une courbe obligataire liquide. Les banques grecques reviennent aussi sur le marché.

Avec 25MD€ d'émissions depuis le début de l'année, le marché de la dette super-subordonnée (AT1) reste en bonne voie, malgré les déboires de certaines banques l'an dernier. Nous sommes particulièrement attentifs au risque d'extension, bien qu'il semble diminuer, à en juger par le comportement des banques, à savoir continuer à refinancer leurs obligations subordonnées avant leur première date de remboursement anticipé.

Quant au risque d'absorption des pertes des AT1, les régulateurs divergent. Alors qu'ils remettent en question la capacité réelle des titres AT1 à absorber les pertes en période de stress, le régulateur australien propose l'élimination progressive des AT1, alors que les régulateurs d'Europe continentale et de Suisse envisagent des mesures pour renforcer leurs caractéristiques d'absorption des pertes, ce qui est naturellement préjudiciable aux porteurs d'obligations en cas de stress et exige qu'ils soient rémunérés.



Sanda Molotcov
Responsable de la
Recherche Crédit

Les compagnies d'assurance européennes ont également été très actives sur le marché obligataire primaire. En 2024, elles ont émis des obligations subordonnées à hauteur de 15,4MD€, niveau proche d'un record. Pour autant, elles n'ont pas besoin de financement senior, étant riches en liquidités de par la construction de leur modèle économique. En revanche, les assureurs soumis à Solvabilité 2 utilisent des obligations subordonnées pour reconstituer une partie de leurs ratios de fonds propres réglementaires, tirant ainsi parti d'une forme de capital moins chère par rapport aux actions.

La raison de ces émissions record n'est toutefois pas fondamentale, à savoir un besoin de capital. En moyenne, les assureurs européens affichent de forts ratios réglementaires de fonds propres, grâce en premier lieu à l'impact bénéfique de la hausse des taux d'intérêt. L'impact positif le plus important se fait sentir chez les sociétés avec un gros poids de l'assurance-vie. Les assureurs non-vie bénéficient également de la hausse des taux d'intérêt grâce au réinvestissement de leurs tombées dans des actifs à plus haut rendement.

La raison des émissions est technique. Les obligations subordonnées émises avant la mise en place de Solvabilité 2, et présentant des termes et conditions non alignés avec les nouvelles exigences, perdront leur avantage réglementaire à la fin de la période de « grand-père » de 10 ans (en décembre 2025). En conséquence, les assureurs européens sont incités à les rappeler à la première date de call, ou les racheter sur le marché secondaire pour les remplacer par des titres conformes à la Solvabilité 2. Nous prévoyons que la tendance « call » ou « buy-back » associée aux nouvelles émissions se poursuivra en 2025, créant ainsi des opportunités sur le marché secondaire et le marché primaire.



Omar Ettaqy
Gérant Crédit

En plus de fondamentaux robustes, le secteur financier est soutenu par de solides facteurs techniques : rendements proches de leurs sommets historiques et primes attractives par rapport au secteur non financier. En 2024, les ETF et fonds IG ont attiré plus de 30MD€ de collectes. Cet environnement favorable s'est traduit par une forte demande des investisseurs malgré des volumes d'émissions très élevés. En effet, celles-ci ont été très bien absorbées, sursouscrites plus de 3 fois en moyenne.

Une autre conséquence de l'appétit des investisseurs est le niveau de confiance des émetteurs arrivant sur le marché avec des émissions super-subordonnées (AT1 et RT1), et d'autres provenant de noms de qualité de crédit plus fragile. Les investisseurs ont accueilli favorablement ces émissions avec une demande supérieure à 4 fois la taille de l'émission en moyenne. Nous avons pris part à plusieurs opérations AT1 et RT1 afin de bénéficier de fondamentaux solides et d'un portage attractif.

Tous les segments de la structure de capital bancaire se sont déjà nettement comprimés, mais nous constatons encore de la valeur, en supposant un *soft landing* dans les principales économies mondiales. De plus, nous pensons que de nouvelles mesures réglementaires et le retour du thème M&A* dans le secteur bancaire sont à même de créer des opportunités. Ainsi, l'annonce de l'APRA** nous a amené à réduire certaines expositions à la dette subordonnée des banques australiennes. Dans le même temps, nous choisissons de renforcer notre exposition aux émetteurs que nous considérons comme des cibles de M&A, et aux assureurs pouvant faire l'objet d'un rachat anticipé d'obligations subordonnées.

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 50 938 997 € – 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 et non professionnels, au sens de la Directive MIF. 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 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 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, un label ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. 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. 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.

Natixis Investment Managers

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.

Veillez lire attentivement le prospectus et le Document d'Information Clé avant d'investir. Si le fonds est enregistré dans votre juridiction, ces documents sont également disponibles gratuitement et dans la langue officielle du pays d'enregistrement sur le site Internet de Natixis Investment Managers (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents).

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents).

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.

Au Luxembourg : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International, Luxembourg Branch (Numéro d'immatriculation: B283713), 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International, Belgian Branch (Numéro d'immatriculation: 1006.931.462), Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl (Numéro d'immatriculation: CHE-114.271.882), Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

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 analyses, les opinions et certains des thèmes et processus mentionnés dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s) à la date indiquée. Celles-ci, ainsi que les valeurs mobilières en portefeuille et les caractéristiques présentées, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Il n'y a aucune garantie que les développements se produiront comme cela peut être prévu dans ce matériel. Les analyses et opinions exprimées par des tiers externes sont indépendantes et ne reflètent pas nécessairement celles de Natixis Investment Managers. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

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.

Natixis Investment Managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable.

Natixis Investment Managers International

Société anonyme au capital de 51 371 060,28 euros - RCS Paris: 329 450 738 - Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009 - 43 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris - www.im.natixis.com

