

Hebdo Crédit

Du 12 octobre 2020

Un risque croissant sur les titres subordonnés bancaires

Entreprises citées dans l'Hebdo

Rabobank, BNP, AIG, Deutsche Bank, Barclays, Santander

Un hebdo succinct cette semaine pour faire un point sectoriel alors que les marchés conservent un relatif optimisme et continuent de tirer les valorisations à la hausse, tant sur le marché obligataire que sur le marché des actions. Nous noterons d'ailleurs une légère contradiction, qui, généralement, ne dure pas longtemps, entre la hausse des actions d'un côté et la hausse des obligations d'Etat 'core', en particulier le Bund ou la France, d'un autre ; que les investisseurs soient à la fois enclins au risque et avertis au risque est souvent un phénomène annonçant un retournement de tendance et la dernière étant clairement haussière, on devra rester attentif, pour ne pas dire attentiste, dans les jours et les semaines à venir...

Point sectoriel donc car on peut actuellement observer les premiers effets collatéraux de la crise du covid sur les secteurs en seconde ligne de front, loin derrière bien sûr les « gueules cassées » que sont le tourisme, les loisirs ou l'aviation... Il sera donc important dans un portefeuille d'opérer quelques bascules au gré de l'avancement de la crise au travers des différents secteurs, recherchant la sécurité dans certains (actuellement la santé, les utilities ou les telcos par exemple), les décotes dans d'autres (actuellement la distribution et certains pans de consommation cyclique) tout en évitant ceux recélant une incertitude majeure pour un rendement médiocre (actuellement les bluechips du tourisme, de l'aviation ou de l'énergie).

Nous parlerons aujourd'hui du secteur bancaire.

Si nous avons jusqu'à présent plébiscité les obligations bancaires dans cette crise, il conviendra donc aujourd'hui de signaler les statistiques publiées cette semaine par la BCE, démontrant que la rentabilité des banques s'est avérée nulle au second trimestre 2020.

Depuis la crise de 2008-2011 c'est-à-dire depuis que nous gérons nos portefeuilles obligataires et rédigeons ces hebdos, nous avons toujours considéré que l'évolution réglementaire et le pilotage serré des banques par la BCE rendaient le secteur financier favorable aux créanciers tandis que nous ne voyions pas vraiment de valeur pour les actionnaires, toujours compressés entre la hausse des coûts réglementaires, la faiblesse des taux et donc de la marge de transformation, et le pilotage par le risque plutôt que par la recherche de profits.

Si les résultats de ce trimestre, et probablement de cette année, avec un RoE (Return on Equity) de 0.01% pour le secteur bancaire, continuent d'aller dans cette direction et de plomber le moral des actionnaires, à juste titre, il faudra cette fois noter que les créanciers pourraient eux aussi avoir quelque raison de s'inquiéter...

En effet, qui dit rentabilité nulle pendant quelques trimestres d'affilée, assortie d'une tutelle martiale et quasi permanente de la BCE, dit probablement suppression des dividendes...

Et qui dit suppression probable des dividendes pourrait dire aussi suppression des coupons sur certains titres subordonnés bancaires...

La question avait été vite évincée par les analystes en début d'année sur les titres de type 'AT1' ou 'coco', ceux-ci arguant que la mécanique de ces titres venait des ratios de fonds propres et que ceux-ci étaient suffisamment élevés pour soutenir quasiment toutes les banques à l'orée de cette crise pour payer les coupons jusqu'à sa sortie. Ils notaient également souvent qu'une suppression de coupon jetterait inutilement le discrédit sur le secteur...

Si le raisonnement peut se tenir, en théorie, il oublie quelques points pratiques et l'empirisme de certains cas d'école issus de la crise de 2008-2011 :

1. Les AT1 ne sont pas les seuls titres subordonnés pouvant voir leur coupon supprimé. Certains titres hybrides bancaires pourraient ainsi avoir des suppressions mécaniques liées à l'absence de dividende ; il sera important pour chaque investisseur de détecter ces possibilités bien en amont, en particulier sur d'anciens titres, émis entre 2000 et 2010, pré-AT1.

2. La crise du covid et ses effets sur l'économie sont plus longs qu'anticipés en début de crise et elle pourrait affecter plus significativement les ratios bancaires qu'anticipé au T2 2020. On pourrait donc imaginer en 2021 certaines banques en phase de rupture de certains ratios de fonds propres, notamment les plus fragiles et/ou les plus actives dans des pays très touchés par la crise économique : l'Italie ou l'Espagne par exemple.

3. Or, dans un environnement où les ventes d'actifs ou les fusions sont difficiles (environnement politique et social complexe, crise économique, activités sans aucune rentabilité) et après avoir déjà supprimé les dividendes, les sureffectifs et les bonus des employés, les coupons des créanciers subordonnés sont la suite naturelle pour économiser les coûts.

4. Les rendements ont massivement chuté en cours d'année et la politique de la BCE risque de les maintenir bas pendant de longues années, ce qui va affecter la rentabilité des banques pendant longtemps. Or le compte de résultat d'aujourd'hui est le bilan de demain et tout créancier obligataire se doit d'anticiper les risques plusieurs années en avance, surtout sur des titres perpétuels, très sensibles... Il est ainsi peu probable de voir des suspensions de coupons dans les mois à venir mais cette probabilité est significative pour les années 2022-2025. Dès que les marchés entreverront cette possibilité sur certains titres, ils perdront plusieurs dizaines de points en quelques jours.

5. En face de ces taux bas, certains secteurs traditionnellement très présents dans les prêts bancaires comportent aujourd'hui un risque majeur, comme le pétrole ou l'aviation. Si les banques affirment aujourd'hui que 75 à 80% des prêts à ces secteurs sont de qualité « investment grade », il ne faut pas oublier que les dégradations de notations de ces secteurs seront légion dans les mois et années à venir et qu'on pourrait imaginer les banques devoir augmenter significativement leur coût du risque et déprécier la qualité de leurs actifs, ce qui dégraderait de facto leurs ratios de fonds propres et pourrait les pousser à utiliser certains outils temporaires en parallèle de cessions d'actifs, souvent longues, comme les suspensions de coupon. Les banques sont procycliques et le cycle en cours n'est guère porteur pour la plupart des secteurs...

6. Il est à noter également que le secteur bancaire est très disparate en termes de robustesse avec d'un côté quelques banques très solides comme Rabobank ou BNP et de l'autre des banques aux fragilités récurrentes comme Deutsche Bank (faible profitabilité), AIB (stock d'actifs de mauvaise qualité) ou Barclays (exposition au crédit consommation aux USA et Royaume Uni). On pourrait ainsi imaginer que quelques-unes seulement n'aient besoin de supprimer certains coupons. Mais cela serait susceptible de les stigmatiser comme étant les plus fragiles auprès de la communauté financière et de précipiter leur chute, phénomène que la BCE voudrait absolument éviter, en particulier si l'établissement est systémique. Intervenir en interdisant tout coupon sur les AT1 pour l'ensemble du secteur bancaire serait ainsi un moyen pour la BCE de niveler par le bas et de garantir la survie des plus faibles, sans les stigmatiser et en renforçant in fine tout le secteur, de toutes façons mal-en-point...

7. On soutient souvent que la suppression des coupons créerait une défiance et un risque 'réputationnel' pour les banques... C'est oublier la courte mémoire des marchés et son appétit immodéré pour les primes, si ténues soient-elles, en particulier dans un environnement de taux zéro... Rappelons-ici que les analystes utilisaient les mêmes arguments 'réputationnels' dans les années 2000 pour les calls des titres hybrides (perpétuels) bancaires parfois indexées sur le taux swap 10 ans... « Une banque est obligée d'exercer son call sinon elle ne pourra plus emprunter sur ce type de marché » entendait-on... Puis une première banque, Deutsche Bank selon nos souvenirs, l'a fait, puis une seconde, puis toutes les banques... Et aujourd'hui ces

titres existent toujours et traitent entre 70 et 90% du nominal, usant les nerfs des spéculateurs qui jouent depuis dix ans leur disqualification des fonds propres réglementaires - qui devrait intervenir d'ici un ou deux ans... N'oublions pas non plus que des banques comme BNP ont des titres perpétuels callables depuis les années 80, guère plus éligible à grand-chose mais simplement bon marché ! Et pourtant BNP, Deutsche Bank, Santander et les autres ont toujours retrouvé les faveurs des investisseurs quand ils en avaient besoin... Ce sera pareil pour les AT1 lorsqu'elles ne paieront plus leur coupon, puisqu'elles ont été justement créées pour servir de coussin et absorber les pertes. Puisqu'il y aura des résultats nets négatifs durables dans le secteur bancaire, il y aura donc des suppressions de coupon.

Nous trouverons évidemment quelques arguments en faveur du maintien des coupons comme 1/leur niveau absolu très bas, faisant de leur suspension un précédent négatif pour le secteur pour un gain financier modeste, 2/ le stress rapide d'une telle mesure sur le marché capable de bloquer l'accès au financement pendant quelques semaines ou de renchérir temporairement l'accès au financement des banques sur le marché subordonné alors même que le secteur cherche à limiter les coûts, 3/ le lobbying des leaders du secteur cherchant à renforcer leur position et leur image en continuant de payer des coupons qu'ils seraient tout à fait en mesure de payer.

Cependant, au vu des taux actuels et du métier obligataire qui est, en premier lieu, d'éviter le risque final de non-paiement du coupon ou du principal, il est d'abord primordial d'énumérer les risques, pour ensuite les quantifier et les rémunérer en conséquence. Actuellement, autour de 3% à 5% maximum pour la majorité des titres hybrides et AT1 bancaires, hormis quelques exceptions, nous considérons que la rémunération n'est plus suffisante pour supporter un risque croissant de suspension des coupons, au vu de la conjoncture économique dégradée. Cette conclusion est à peu près comparable du côté des assureurs, hors certains cas d'assureurs IARD ou santé, peu ou pas touchés par la crise, ou certaines obligations hybrides aux coupons cumulatifs, dont l'intérêt de suspension serait donc très limité.

A Propos d'Octo AM

Créée en 2011 à l'initiative d'Octo Finances et adossée au groupe Amplegest depuis 2018, Octo AM est spécialiste de la gestion obligataire 'value'. S'adressant essentiellement aux investisseurs professionnels, qu'ils soient institutionnels ou patrimoniaux, Octo AM décline sa gestion au travers de fonds ouverts, fonds dédiés ou mandats avec un objectif permanent : rechercher les obligations offrant, selon le gérant, un rendement supérieur à son risque de crédit sur un horizon donné.

CONTACTS PRESSE :

Zarema Kanieva: 06 16 83 29 16 – zkanieva@fargo.agency

Thomas Carlat: 06 16 83 88 17 – tcarlat@fargo.agency
