

Investir dans la dette hybride : une question de timing ?

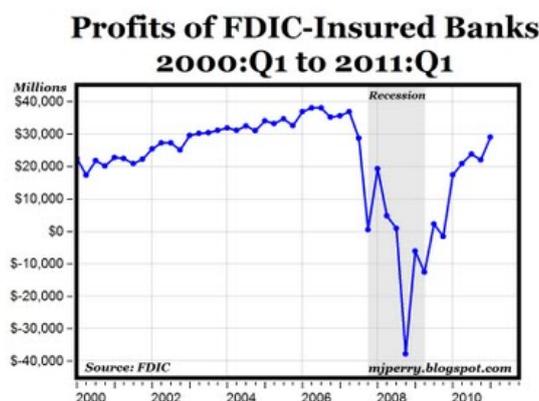
Les raisons fondamentales qui font aujourd'hui de la dette hybride bancaire l'une des classes d'actifs les plus intéressantes commencent à être connues des investisseurs ; il n'est pas surprenant que de nouveaux fonds apparaissent, notamment aux Etats-Unis. De nombreux clients nous demandent toutefois si le moment est bien choisi pour investir, si le *market timing* est bon. Les inquiétudes sur la dette souveraine grecque et sur la fin du programme QE2 légitiment ces interrogations, d'autant que les fonds Axiom Obligataire et Axiom Premium ont bien progressé depuis le début de l'année. Le *market timing* est un art plus qu'une science et nous nous limiterons donc à avancer plusieurs arguments qui militent fortement en faveur d'un investissement rapide.

1. La dette hybride n'est pas encore revenue au niveau d'avant la crise irlandaise

La performance d'Axiom Obligataire le montre : la dette hybride revient aux niveaux d'avant la crise irlandaise. Les perspectives de plus-value sont encore intactes et les rendements très élevés (YTC proche de 12%).

2. La situation des banques n'a jamais été aussi bonne depuis 2007

Alors que les banques américaines ont été les plus touchées par la crise, elles sont aujourd'hui dans une situation nettement meilleure. La directrice de la FDIC (l'institution qui garantit les dépôts aux US et qui supervise les banques) déclarait très récemment "*The industry shows continuing signs of improvement*", sur la base du dernier rapport trimestriel de la FDIC (Q1 2011). Les banques commerciales US ont enregistré un profit net total de 29Mds USD au Q1 2011, en augmentation de 66,5% par rapport à Q1 2010. Le graphique ci-dessous illustre le retour à la normale du paysage bancaire américain. La situation européenne est analogue.



3. Paradoxalement, la situation grecque est plutôt porteuse de bonnes nouvelles

Je me souviens d'une conférence de Pierre-Henri Flamand, le *prop-trader* star de Goldman Sachs dont les bonus faisaient même pâlir les stars du football, qui expliquait que ce qui comptait sur les marchés n'était pas la dérivé du prix d'un actif, mais la dérivée seconde du prix. PHF étant polytechnicien, il aime utiliser ce jargon mathématique, que d'autres exprimeraient avec un certain bon sens : ce qui compte, ce n'est pas de savoir comment évoluent les prix, mais comment le marché pense que les prix vont évoluer. Il faut donc savoir « *ce qui est dans les prix* » pour analyser si les informations futures seront plutôt vues comme une bonne nouvelle ou non.

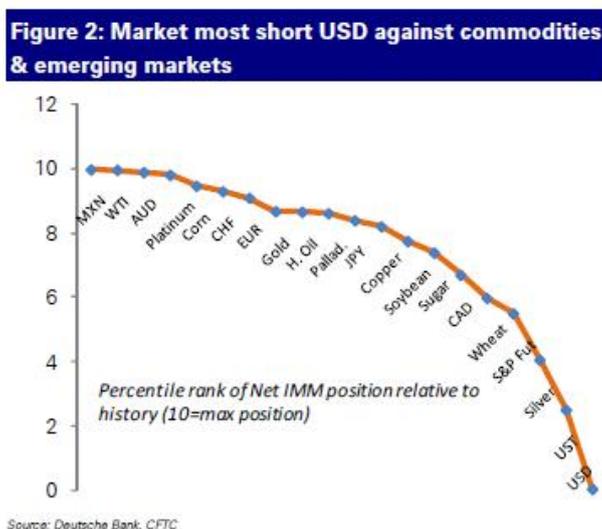
Bloomberg a réalisé un sondage très intéressant : à ce jour, 80% des professionnels de la finance interrogés par Bloomberg se disaient convaincus que la dette grecque serait restructurée. Majoritairement anglo-saxonne, cette communauté financière pense que la restructuration sera « dure ». On peut en tirer une conclusion très simple : les scénarios de restructuration de la dette grecque avec des *haircuts* importants sont déjà dans les cours de bourse des banques ou dans le prix des obligations. En dépit du contexte actuel d'incertitudes au sujet de la Grèce, force est de constater que la demande pour les titres bancaires hybrides reste forte. Le « risque » grec est donc clairement un risque à la hausse : que l'issue finale soit positive et que les porteurs d'obligations soient remboursés, ou que la restructuration soit très *light*. Il faudrait une restructuration digne de la Corée du Nord, avec des *haircuts* supérieurs à 50%, pour que

Alternative Investments

cette restructuration aille au-delà des anticipations actuelles du marché. La nomination de Christine Lagarde au FMI serait d'ailleurs une première bonne nouvelle : elle s'est toujours déclarée très opposée à toute restructuration de la dette grecque et a fait des déclarations très explicites en ce sens. Même si elle ne serait pas la première politicienne à manger son chapeau et à retourner sa veste, gageons qu'elle préférera explorer d'autres voies avant d'accepter la restructuration (par exemple la vente d'une partie du faramineux patrimoine immobilier de l'état grec : le FMI évaluait à 280Mds€ les actifs, notamment immobiliers, détenus par l'État grec et à 700Mds€ les biens de l'Église orthodoxe - non séparée de l'État).

4. La fin du QE2 sera indolore

Nous projetons d'écrire une note de recherche approfondie sur le sujet, mais tentons de la résumer : QE2 n'a pas réellement permis de relancer le crédit aux US et a principalement eu pour effet d'accroître les réserves de change des pays « émergents » et d'injecter de l'argent dans les actifs risqués et de faire baisser le dollar. Pour examiner l'impact de la fin de QE2 il suffit de dérouler l'histoire à l'envers. L'analyse macro des position short dollars / longues actifs risqués permet d'identifier les actifs risqués qui seraient sensibles à la fin de QE2. Deutsche Bank a réalisé cette étude à l'aide notamment des données de la *Commodity Futures Trading Commission* :



Les *commodities* sont clairement les plus en risque après QE2, même si la récente déroute du marché pourrait indiquer qu'une partie du chemin a déjà été faite. Les dollars étant partis dans les marchés émergents et vu la demande en *commodities* en provenance de ces pays, ces positions longues ne sont pas surprenantes. Le marché de la dette hybride européenne est en revanche très largement déconnecté du marché de l'USD et la fin de QE2 n'aura quasiment pas d'impact (on chercherait longtemps la classe d'actifs « dette bancaire subordonnée européenne » dans le graphique ci-dessus).

5. Plusieurs catalyseurs sont attendus dans les semaines ou les mois qui viennent

A court terme, nous voyons quatre catalyseurs positifs sur la dette hybride :

- **La publication du résultat des stress tests** : à l'exception, peut-être, de Deutsche Bank, qui aura des difficultés du fait de sa filiale Deutsche Post Bank, nous pensons que les principales banques européennes passeront les stress tests – qui devraient être publiés en juin. Les seuls cas difficiles (certains groupes allemands, les Cajas) sont bien identifiés et n'auront pas d'impact systémique. Les stress tests donneront en outre de nouveaux arguments aux banques pour lancer des augmentations de capital, douloureuses pour l'actionnaire, mais ô combien sympathiques pour les porteurs de dette hybride.
- **La publication du projet européen de directive transposant Bâle III** : il s'agit de la CRD IV, en cours de discussion à la Commission européenne. Le texte devrait confirmer toutes les dispositions importantes qui

Alternative Investments

favorisent les porteurs actuels de dette hybride. Les points « chauds » en discussion ne devraient pas avoir d'impact important sur ce marché, car il s'agit, pour l'essentiel, de l'application plus ou moins rapide des ratios de liquidité. Il y a peu de surprises à attendre sur le volet capital. L'impact sera positif pour deux raisons : il confirmera, au niveau européen, le texte bâlois et surtout il donnera aux régulateurs les critères définitifs d'éligibilité des futurs titres hybrides, ce qui permettra aux banques d'émettre à nouveau pour pouvoir exercer les options d'achat ou effectuer des opérations de rachat / échange dans le marché.

- **L'importance du marché des Coco pour constituer le capital supplémentaire des « Sifi »** : le comité de Bâle devrait prochainement annoncer – peut-être en juin - des coussins de capital additionnels pour les Sifi – les banques systémiques – sous forme de Coco. Cela devrait permettre de faire revenir un grand nombre d'investisseurs institutionnels sur la classe d'actifs « capital réglementaire bancaire » et pousser les prix à la hausse.
- **Le dénouement de la situation grecque** : ce catalyseur-là est très certainement à plus long terme que les trois premiers, et il est plus incertain, mais pour les raisons décrites ci-dessus il devrait jouer à la hausse.

Selon nous, les catalyseurs négatifs potentiels sont au nombre de trois :

- **Un défaut de paiement de la Grèce** ou une restructuration forcée avec un *haircut* important. Nous avons déjà longuement exposé dans d'autres notes de recherche pourquoi ce scénario reste très improbable. Par ailleurs, il ne faut exagérer l'importance des conséquences : nous avons également longuement discuté l'exposition des banques européennes à la Grèce et leur capacité à l'absorber par leurs fonds propres. Cette analyse a été récemment validée par Fitch qui estime qu'un *haircut* de 50% ne conduirait pas nécessairement à un *downgrade* des grandes banques. L'extension de la crise à l'Espagne – scénario que nous avons abondamment discuté par ailleurs - pourrait à première vue également avoir un impact négatif, mais, paradoxalement, l'ampleur du problème financier pourrait aussi forcer la main aux dirigeants européens en leur imposant des mesures massives de solidarité européenne (Eurobonds, *etc.*), mettant ainsi un terme à la crise des souverains.
- **L'échec d'une grande banque lors de stress tests**, sans que la banque présente un plan de recapitalisation clé en mains et parfaitement ficelé. Parmi les grandes banques, Deutsche Bank semble la plus fragile en termes de stress tests, mais son échec reste improbable (selon les derniers échos de la presse allemande, toutes les banques allemandes auraient réussi les stress tests) et Deutsche Bank serait certainement en mesure de faire appel au marché actions sans dilution importante (capitalisation boursière de 38Mds€).
- **Le refus du plan de sauvetage de West LB par la Commission européenne** ; ce scénario n'impacterait qu'une petite partie du marché, la moins solide. Il s'agirait d'une véritable première, la CE n'ayant à ce jour jamais refusé un plan de restructuration bancaire de taille importante.