

Les dettes subordonnées financières

Un segment à fort potentiel dans un environnement de taux bas



François Lavier, CFA

Gérant des stratégies
dettes financières



Lionel Clément

Responsable de la gestion
taux Alpha



Matthieu Grouès

Directeur de la gestion institutionnelle et
de l'équipe stratégie et allocation d'actifs

En bref

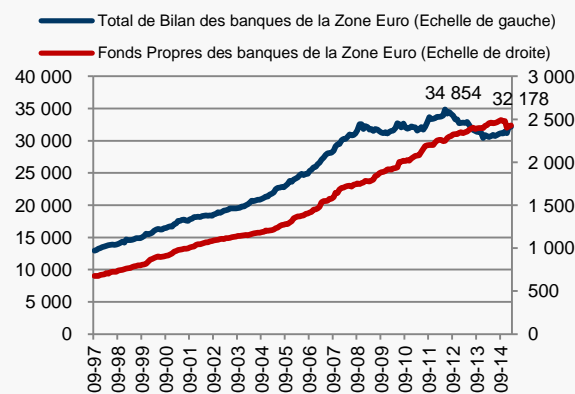
- Des **fondamentaux bien orientés**, un secteur plus solide et moins risqué qu'avant la crise, un ratio de levier au plus bas depuis 20 ans
- Les actions de la BCE ont permis de renforcer la confiance dans les banques et vont améliorer la stabilité financière grâce aux très importantes injections de liquidité du QE et des TLTROs
- **Un marché de €650 milliards d'euros**, sous-estimé en taille et en attrait dans les allocations des investisseurs, à tort selon nous
- **Un potentiel toujours présent, d'autant plus dans un environnement de taux bas**

Amélioration des fondamentaux du secteur

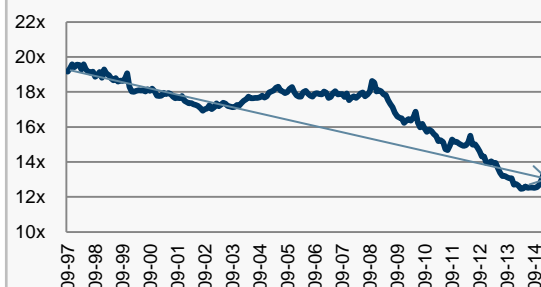
Le secteur financier européen est aujourd'hui plus solide et moins risqué qu'avant la crise financière. Le **risque systémique** est désormais **très limité**. La quantité mais aussi la qualité des fonds propres des banques est en augmentation sensible. Elles détiennent ainsi **plus de fonds propres durs pour se conformer à la réglementation** (ratios « Common Equity Tier 1 » compris entre 10% et 15%). RBS avait, par exemple, environ 2% de fonds propres durs en 2007 et vise désormais un objectif de 13%. BNP Paribas a augmenté ses fonds propres durs de 5% en 2007 à environ 10-11% aujourd'hui. Par ailleurs, la réglementation impose **plus de capital contingent (Tier 1 et Tier 2)** pour pouvoir faire face à d'éventuelles difficultés. **Au final, les banques doivent détenir de 15 à 25% de capital total vs 8-10% avant la crise.**

Il y a donc un changement de paradigme sur la solidité des banques et leur capacité à absorber les chocs. Le renforcement des fonds propres et la stabilisation ou la baisse des tailles de bilan provoquent une **diminution du levier**, au plus bas depuis 1997.

Evolution de la taille des bilans et des fonds propres (En € Mds)



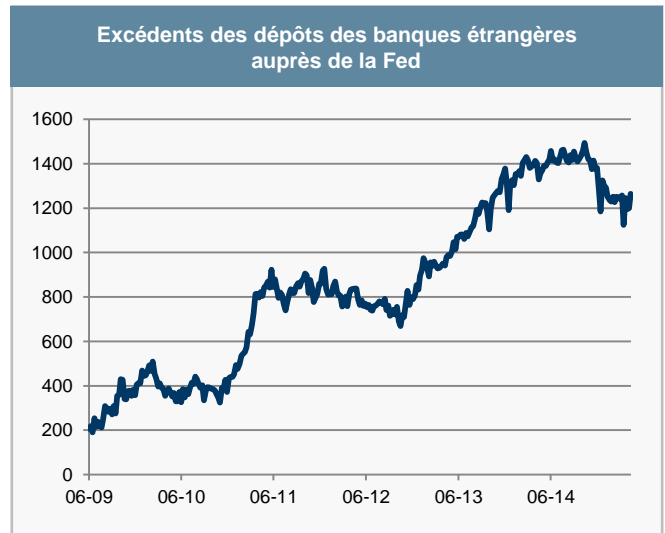
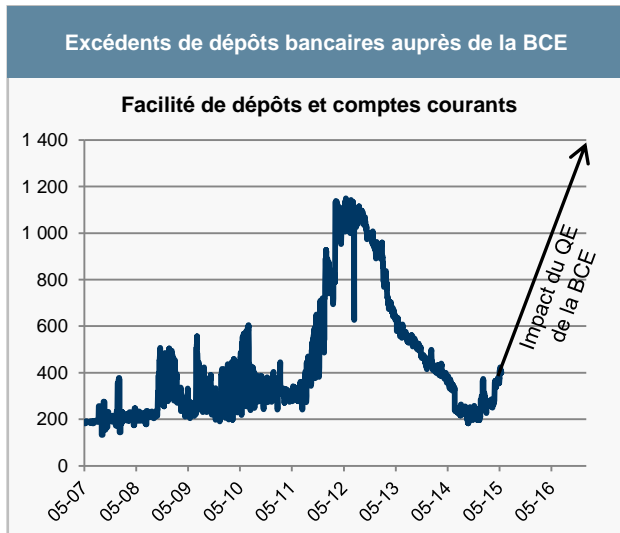
Evolution du ratio de levier



Sources : Lazard, BCE, et Bloomberg
Au 27/02/2015

Les actions de la BCE : des conséquences positives

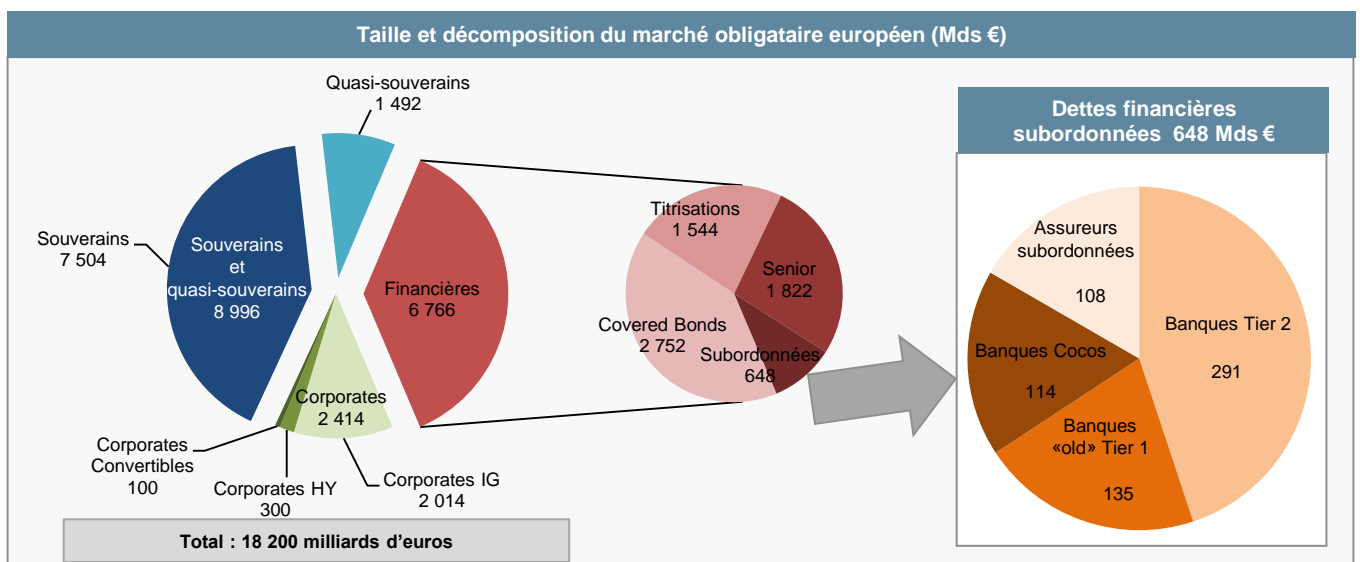
La BCE a permis de **renforcer : 1) la qualité des bilans et des actifs**, au travers de son stress-test en 2014, et **2) la liquidité du secteur**, au travers des facilités de refinancement des banques à 4 ans (TLTRO) et du plan d'actifs publics et privés (QE). TLTROs et QE devraient permettre d'injecter 1500 milliards d'euros de liquidité dans le système bancaire.



Ces récentes décisions prises par la BCE ont permis une amélioration de la stabilité financière et encouragent les investisseurs à **rebalancer leurs investissements vers des actifs plus risqués** (allongement de la durée, appétence pour le crédit y compris subordonné, investissement hors zone euro...).

Le marché des dettes financières : une classe d'actifs attractive

Ce marché de pratiquement €650 Mds est **deux fois plus important que celui du High Yield européen et six fois plus gros que celui des Convertibles**. Les nouveaux titres contingents (Cocos) totalisent déjà plus de 110 milliards d'euros.



Les niveaux de spread sont toujours plus importants qu'en 2003-2007 alors même que la qualité des émetteurs est bien meilleure notamment sous l'impulsion de la réglementation. Enfin, les encours de dettes bancaires poursuivent leur baisse et l'attrition du gisement offre des opportunités. **L'effet rareté joue en faveur d'une compression des primes de risque.**

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.