

## Les nouvelles émissions, source d'opportunités sur les marchés obligataires ? Quelques éléments de réponse

A peine la rentrée sonnée que les marchés de crédit se réaniment joyeusement, que ce soit sur le marché primaire qui a vu cette semaine pas moins d'une quarantaine d'émissions obligataires, ou sur le marché secondaire avec un resserrement des spreads de crédit sur la quasi-totalité des indices corporates... Seuls les souverains restent à la peine, englués dans l'incertitude d'un sommet de Jackson Hole pas aussi clair que les marchés l'anticipaient avant l'été et d'une BCE tout aussi énigmatique sur les mois à venir... Il faut dire que la situation sanitaire autant que les statistiques économiques évoluent si vite, entre variants, effets de base, pénurie, bulles et autres phénomènes exceptionnels, qu'elles peuvent rendre les banquiers centraux et politiques circonspects sur leurs actions à venir et extrêmement précautionneux sur leurs discours, scrutés à la loupe par les marchés...

Nous reviendrons donc cette semaine le marché primaire et son offre pléthorique, et garderons le sujet des taux souverains pour notre présentation du 9 septembre prochain ([inscription webinar](#))

Positionné entre le phénomène de désintermédiation du financement et les masses de liquidités injectées par la BCE, le marché primaire libellé en euros a, cette semaine encore, démontré son dynamisme avec une quarantaine d'émissions totalisant un montant d'émissions obligataires d'environ 32 milliards d'euros alors même que la journée de lundi, fermée aux USA, ne comptait aucune opération.

Avec des books souvent sursouscrits entre deux et quatre fois, nous pouvons donc estimer cette semaine la demande sur de nouvelles obligations à plus de 100 milliards d'euros, ce qui démontre un appétit toujours aussi prégnant pour les obligations, en dépit des taux bas. Pire, plus les taux sont bas, plus les investisseurs cherchent à capter le moindre soupçon de rendement complémentaire d'une nouvelle émission (pour placer correctement leurs titres, les émetteurs offrent souvent quelques points de base complémentaires) ou d'un primo-émetteur offrant une prime de rendement du fait de sa moindre notoriété.

Nous ne proposerons pas ici un inventaire de statistiques, la durée d'une semaine restant trop faible, mais citerons plutôt quelques exemples révélateurs du marché et des sources d'opportunités potentielles :

Un exemple corporate tout d'abord avec Mondelez, qui a émis 2 milliards d'obligations sur trois obligations différentes à huit, onze et vingt ans de maturité pour des taux de rendement situés entre 0.3% pour la plus courte, 0.67% pour la maturité intermédiaire et 1.3% pour la maturité de vingt ans. A titre d'illustration, avec une telle maturité et donc une sensibilité aux variations de taux d'intérêt de 17 fois environ, un mouvement de taux de 20 points de base, ce qui reste modéré quand on observe les mouvements récents, créerait une variation de prix de 3.3%, soit 2.5 années de portage...

Si nous restons clairement à l'écart de ce genre d'émission, tant les niveaux de rendement nous semblent faméliques au regard de la sensibilité et du risque embarqué, Mondelez est l'émetteur typique recevant le plébiscite des marchés :

- Un rating A3/BBB positionné au cœur de la catégorie 'investment grade' et donc éligible, pour les tailles les plus significatives, au sein des portefeuilles institutionnels, tant privés (assureurs) que publics (BCE)
- Une taille d'émission significative
- Un secteur non cyclique et peu touché par la crise du Covid
- Et le nouveau venu sacrosaint label 'green bond' capable de rendre presque tout émetteur et tout rendement acceptable !

Au final, pour 2 milliards d'émission, la demande pour ces rendements entre 0.3% et 1.3% sur des maturités entre huit et vingt ans, s'est élevée à 7 milliards d'euros, soit plus de trois fois, ce qui démontre l'appétit des investisseurs pour ce type d'émission 'core'. Nous signalerons, dans la même veine, l'émission Vonovia (foncière allemande), la semaine passée, qui avait suscité une demande de 17 milliards d'euros pour des taux comparables.

Voici quelques autres exemples d'émissions sorties cette semaine dans le segment corporate :

- General Motors (Baa3/BBB) : 600M€ à 7 ans pour un rendement de 0.68%
- Holcim (Baa2/BBB) : 1Md€ à 9 ans pour un rendement de 0.6%
- Lanxess (Baa2/BBB) : 500M€ à 6 ans pour un rendement de 0.11%
- Aedifica (BBB) : 500M€ à 10 ans pour un rendement de 0.76% (obligation labellisée 'sustainable')
- DXC Technology (Baa2/BBB-) : 1.35 Mds€ sur 6 et 10 ans à des taux de 0.47% et 0.98%

Parmi les financières, le principe est quasi équivalent bien qu'une différence de taille les démarque de leurs confrères industriels, puisque la BCE est hors-jeu, ne pouvant acquérir, au sein de son programme d'achat, de sociétés financières. Au sein des banques, nous remarquons actuellement une certaine dichotomie entre les grandes banques systémiques et les banques de taille plus modeste, auprès de qui les régulateurs avaient fait preuve de plus de souplesse concernant les ratios de fonds propres et le calendrier de mise aux normes des accords de Bâle. Ainsi, alors qu'on observait, les années passées, pléthore d'émissions subordonnées des grandes banques européennes comme BNP ou Santander, on observe actuellement une proportion plus importante de banques de taille moyenne ou ayant connu des difficultés par le passé et ayant ainsi moins de faveurs des investisseurs. Ces émetteurs, plus petits ou plus risqués, profitent évidemment actuellement de l'embellie durable des

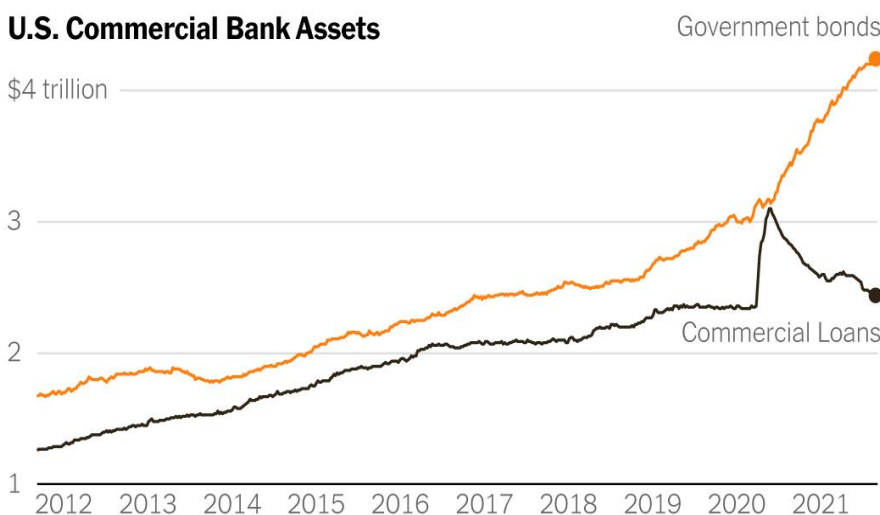
marchés de crédit et de la recherche de rendement des investisseurs dans un contexte de taux durablement bas, pour placer leurs obligations, alors que le marché leur était totalement fermé entre 2020 et début 2021.

Nous citerons ainsi les exemples de Abanca ou Cajamar en Espagne, ASB Finance en Nouvelle Zélande, OP Corporate Bank en Finlande, Aia Group en Chine ou NIBC aux Pays Bas qui inaugurerait une primo émission sur le segment des Senior preferred green bonds. Au contraire, on observait peu de bluechips parmi les émissions financières de la semaine avec seulement BBVA en senior, et Allianz et Caixabank en Tier 1.

Sur ce créneau encore, notons que les rendements restent faibles et que le ratio risque /rendement nous semble, la plupart du temps, peu favorable aux investisseurs, que ce soit en termes de risque crédit ou de risque de sensibilité aux taux.

Enfin, est-il besoin de les citer, les pourvoyeurs de fonds des portefeuilles de la BCE et autres grands institutionnels, les souverains européens (cf. graphique sur la détention d'obligations souveraines dans les banques), ont eux aussi, ce mois de septembre un calendrier d'émission bien chargé ! Si chargé d'ailleurs, que nous considérons que ce pourrait être un facteur d'écartement des rendements pour les semaines à venir, bien que la taille des books reste impressionnante.

**U.S. Commercial Bank Assets**



Source : The New York Times

Ainsi, cette semaine, l'Allemagne émettait-elle, par exemple, 5 milliards d'euros d'obligations à 30 ans et récoltait une demande de 30 milliards pour un rendement de 0.16%... Sans doute beaucoup de participants ont-ils été comblés de joie d'obtenir un rendement positif sur le souverain allemand pour entamer leur rentrée ! Trêve d'ironie et gardons en tête que le marché primaire souverain est peu utile pour un investisseur flexible et opportuniste, les primes étant nulles et le marché secondaire finalement plus efficient en termes d'allocation. Seules quelques rares opportunités peuvent émerger dans les périodes de crise et nous rappellerons ici l'émission d'Italie indexée inflation en mai 2020, proposée avec un rendement hors inflation de 1.4% ; elle traite aujourd'hui à 109% du nominal pour un rendement de -1% hors inflation... Il n'est pas certain que l'émission grecque 2026 à 0.02% de rendement sortie cette semaine soit une aussi belle opportunité !

En conclusion sur le marché primaire, nous préférons, chez Octo AM, rester à l'écart des mastodontes qui profitent des contraintes des investisseurs (réglementation, taille, tracking d'indice,...) pour obtenir, à juste titre, des rendements quasi nuls au regard du risque, et préférons nous concentrer sur quelques types d'opportunités :

- Les corporates émettant leur première obligation et préférant offrir une prime de rendement significative plutôt que de ne pas attirer suffisamment d'investisseurs et de devoir annuler l'opération, signal fâcheux et parfois durable pour une entreprise.
- Les corporates de taille intermédiaire, peu éligibles aux indices, ETF, et autres grands portefeuilles 'core', offrant ainsi une prime complémentaire du fait d'une moindre distorsion en faveur de l'offre sur la demande.
- Les corporates non éligible à la BCE du fait de leur structure, une holding de financement par exemple, qui bien qu'elle ne soit qu'un véhicule ad hoc, rend l'émetteur 'financier' selon le prisme de la banque centrale

- Les phases de stress de marché : pour peu qu'un émetteur doive émettre durant une de ces phases, il devra offrir des primes significatives, propres à se résorber, en général, extrêmement rapidement. Nous noterons ici le cas cité précédemment de l'Italie inflation, ou celui de CMA CGM en octobre 2020 proposant un coupon de 7.5% et un prix d'émission de 97.85% pour une obligation 2026, qui vaut aujourd'hui 112%.

Ainsi cette semaine avons-nous, parmi cette offre pléthorique d'une quarantaine d'émissions, présélectionné quatre émissions, pour ne souscrire au final qu'à deux d'entre elles, les deux autres ayant durci leurs conditions au vu de la demande, soit une sélectivité équivalent à environ 5% des émissions et encore moins du volume émis, les souches auxquelles nous avons participé proposant des encours de quelques centaines de millions d'euros, bien loin des milliards des souverains ou des bluechips corporates.

Cette sélectivité est la clé de notre gestion pour maintenir un rendement élevé au regard des indices autant qu'un rapport rendement/risque économiquement favorable, à l'opposé de l'essentiel du marché obligataire, la plupart du temps drivé par les contraintes réglementaires plus que par l'analyse crédit.

Matthieu Bailly, Octo Asset Management