

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Plus d'informations sur www.hub.ngam.natixis.com

La dette liée aux actifs réels : une alternative aux obligations ?

La dette garantie par des actifs est favorable aux assureurs dans le cadre de Solvabilité II

Points clé :

- La disponibilité et la liquidité limitées de la dette liée aux actifs réels sont compensées par des rendements potentiellement supérieurs aux obligations traditionnelles.
- Les risques qui pèsent sur cette classe d'actifs sont réduits grâce aux taux de recouvrement attendus élevés compte tenu des garanties sous-jacentes existantes dans des classes d'actifs comme l'immobilier, les infrastructures, l'aéronautique et d'autres actifs réels.
- La directive Solvabilité 2 permet le nantissement ou d'autres réductions du SCR (Solvency Capital Requirement) pour les assureurs. Elle permet pour un assureur d'accroître la performance de son investissement par rapport à des instruments de dette similaires qui ne bénéficient pas de la réduction du SCR associée à l'investissement dans des actifs réels.

Les obligations ont longtemps été incontournables au sein des portefeuilles des clients institutionnels, mais elles ne jouent plus leur rôle fondamental qui consiste à générer des rendements adaptés aux engagements à long terme, tout en affichant un niveau de risque relativement faible. Les rendements de tous les segments obligataires, de la dette souveraine aux titres à haut rendement, se sont effondrés.

Dans le même temps, les prix historiquement élevés des obligations ont comme conséquence que le risque de perte l'emporte désormais sur le potentiel de hausse pour nombre d'entre elles.

Les investisseurs cherchent donc des solutions alternatives, comme par exemple les instruments de dette adossés à des actifs réels qui offrent généralement des performances ajustées du risque supérieures à celles des obligations présentant des caractéristiques similaires.

Les performances relatives de la dette liée aux actifs réels sont encore plus frappantes lorsque l'on tient compte du capital de solvabilité requis (SCR) ou dit plus simplement de la consommation en capitaux propres dans le cadre de la directive Solvabilité II, ce qui rend les instruments de dette adossés à des actifs réels particulièrement attractifs pour les assureurs.

Le SCR de la dette d'infrastructures, par exemple, est nettement inférieur à celui des titres de dette standard de même maturité. Même si sa liquidité et sa disponibilité peuvent limiter sa pondération au sein du portefeuille, la dette d'infrastructures reste un bon élément de diversification et contribue à augmenter le rendement d'un portefeuille.

Penchons-nous donc plus attentivement sur la dette liée aux actifs réels afin d'étudier comment et pourquoi elle a toute sa place dans les portefeuilles des investisseurs à long terme et, en particulier, des compagnies d'assurance.



Nathalie Pistre, PhD
 Directrice adjointe de
 la gestion obligataire
 Responsable de
 l'équipe Analyse &
 Recherche quantitative

**Natixis Asset
 Management**

Qu'est-ce que la dette liée aux actifs réels ?

Les investisseurs peuvent potentiellement avoir accès à plusieurs types de dette liée aux actifs réels, mais concentrons-nous sur trois des segments les plus matures et les plus couramment utilisés :

- Dette immobilière
- Dette aéronautique
- Dette infrastructures

Ces trois segments partagent un certain nombre de caractéristiques communes, qui se révèlent attractives pour les investisseurs.

D'abord, ils représentent des instruments de dette émis dans le but de financer l'acquisition, la construction ou l'exploitation d'un actif. Les gérants de l'actif perçoivent les revenus nécessaires pour payer en premier les détenteurs obligataires, et, seulement après, les actionnaires. Les actifs sont généralement gérés via un fonds commun de créance spécialisé (SPV), qui isole la dette liée aux actifs réels des autres instruments de dette et sécurise l'investissement.

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les deux premiers segments (immobilier et aéronautique) reposent sur des actifs qui se négocient également sur le marché secondaire, ce qui renforce la liquidité des actifs et permet un mécanisme de tarification robuste. Dans le même temps, la dette d'infrastructures peut être utilisée pour financer un vaste éventail d'actifs comme des centrales électriques, des voies ferrées, des routes, des écoles et des hôpitaux, et offre ainsi aux investisseurs des avantages non négligeables en termes de diversification.

Dans l'ensemble, la dette senior en actifs réels bénéficie de primes d'illiquidité élevées par rapport aux actifs liquides, et de taux de recouvrement justifiés par un solide nantissement.

Les avantages en termes de SCR

Pour un assureur, le retour sur investissement doit systématiquement prendre en compte le SCR, un critère favorable à la dette liée aux actifs réels.

En termes de rentabilité ajustée du risque (Risk Adjusted Return On Capital ou RAROC), la dette liée aux actifs réels a tendance à surperformer la dette senior non garantie et la dette subordonnée. Plusieurs titres de dette liée aux actifs réels affichent un RAROC supérieur aux obligations d'entreprises de notation Investment Grade et aux emprunts d'Etat¹. Le RAROC représente le ratio du rendement ajusté du risque sur le capital. Le capital correspond au montant minimum de fonds propres nécessaire pour garantir la survie de l'entreprise en cas de scénario pessimiste. De ce point de vue, il s'agit d'un matelas de sécurité contre des chocs inattendus affectant la valeur d'un investissement.

Le RAROC de la dette liée aux actifs réels reste supérieur à celui des obligations traditionnelles notées BB et Tier 2. Cela traduit le risque sous-jacent limité de la dette liée aux actifs réels, que ce soit en termes de risque de défaut ou de risque de recouvrement, puisque la dette est adossée à des actifs.

Les principaux risques qui pèsent sur le calcul du SCR d'un instrument de dette sont :

- Le risque de taux d'intérêt
- Le risque de spread
- La concentration du risque de marché
- Le risque de change.

Parmi eux, c'est généralement le risque de spread qui a le plus de répercussions sur les titres de dette.

Mais il est fortement réduit pour la dette d'infrastructures : le potentiel choc de marché affectant la dette d'infrastructures est réduit de 30 % par rapport au choc frappant des obligations d'entreprise notées et de plus de 40 % par rapport aux titres non notés.

De plus, le SCR des obligations d'entreprises notées AAA est par exemple plus élevé que celui des titres de dette d'infrastructures notés A.

Étant donné que la dette immobilière est adossée à des actifs, elle bénéficie d'un traitement favorable sous Solvabilité II. Un titre de dette immobilière pourra voir son SCR diminuer jusqu'à 50 % en fonction du niveau de garantie. Le seuil au-delà duquel l'exposition est prise en compte est bien plus élevé que dans le cas des titres de dette ne faisant pas l'objet d'un nantissement.

Mais pour que le mécanisme d'atténuation du collatéral puisse fonctionner, un certain nombre de conditions doivent être respectées. En premier lieu, en cas d'évènement de crédit, l'assureur doit être en mesure de liquider ou de prendre possession du collatéral. Ce dernier doit également être suffisamment liquide, bénéficier d'une qualité de crédit minimum et être stable en termes de valorisation. De plus, il doit être garanti par une contrepartie sur laquelle ne pèse aucun risque de concentration. Enfin, il ne doit exister aucune corrélation importante entre la qualité de crédit du collatéral et celle de la contrepartie.

Pour la dette sécurisée du secteur de l'aéronautique, l'atténuation du risque intervient essentiellement par le biais de la notation, qui peut s'avérer supérieure à celle du groupe aéronautique grâce au redressement potentiellement permis par la valeur de l'avion.

Bien que les compagnies aériennes soient rarement notées, ou alors soient classées dans la catégorie à haut rendement, les notations des titres de dette sécurisée du secteur aéronautique peuvent aisément atteindre la catégorie Investment Grade étant donné le crédit hypothécaire sur leurs actifs mobiliers et fongibles (les avions) et le bon niveau de recouvrement conféré par cet instrument.

Le RAROC de la dette du secteur aéronautique est également attractif.

En bref : pourquoi investir dans la dette liée aux actifs réels ?

Pour les assureurs, les arguments en faveur d'un investissement dans la dette liée aux actifs réels en tant qu'alternative ou en complément des obligations traditionnelles sont éloquentes.

En premier lieu, la disponibilité et la liquidité limitées de la dette liée aux actifs réels sont compensées par des rendements potentiellement supérieurs aux obligations traditionnelles.

Deuxièmement, les risques sont atténués par des taux de recouvrement attendus plus élevés grâce à la garantie sous-jacente, et aux instruments et aux clauses de sauvegarde qui y sont associés. Les actifs sous-jacents comprennent un éventail important de garanties dans différentes classes d'actifs comme l'immobilier, les infrastructures, l'aéronautique et d'autres actifs réels. Ils augmentent la diversification et permettent de réduire l'impact des événements de marché défavorables à l'ensemble du portefeuille. Par ailleurs, étant donné que la dette liée aux actifs réels est généralement émise via un SPV, il n'existe aucun risque de défaut des entreprises elles-mêmes.

Troisièmement, le nantissement ou d'autres réductions du SCR (Solvency Capital Requirement ou capital de solvabilité requis) sont permis dans le cadre de la directive Solvabilité II à laquelle sont soumis les assureurs. Il permet effectivement d'accroître, pour un assureur, la performance de son investissement par rapport à des instruments de dette similaires qui ne bénéficient pas de la réduction du SCR pour les actifs réels.

Rédigé le 10 juillet 2017

¹ Source : Natixis Asset Management Fixed Income, Solvency II for Real Asset Debt daté 20/09/2016, p.14-15, données au 09/09/2016, p.14-15, data as of 09/09/2016.

Perspectives de Marché

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par NGAM S.A., NGAM Distribution et Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné au 10 juillet 2017 et peuvent être soumis à changements. Il n'est en aucun cas garanti que les points présentés dans ce document se dérouleront tel qu'anticipés. Ce document 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.

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. 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.

Dans les pays francophones de l'UE Le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa succursale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

En Suisse Le présent document est fourni par NGAM, Switzerland Sàrl, 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 Global Asset Management S.A., 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 Global Asset Management 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 NGAM S.A. et NGAM Distribution considèrent 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.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Natixis Asset Management

A subsidiary of Natixis Global Asset Management
Limited liability company
Share capital €50,434,604.76
Regulated by the Autorité des Marchés Financiers (AMF) under no. GP 90-009
RCS Paris n°329 450 738
21 quai d'Austerlitz 75634 Paris Cedex 13
www.nam.natixis.com

Natixis Global Asset Management S.A.

RCS Paris 453 952 681
Share Capital €178 251 690
21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris
www.ngam.natixis.com

NGAM Distribution, succursale de NGAM S.A

RCS de Paris - 509 471 173
21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris
www.ngam.natixis.com