

# Perspectives de Marché

## La bonne santé du marché des ABS européens reconnue par la BCE.

**Longtemps décriée, cette classe d'actifs revient en pleine lumière avec le programme d'achats de la BCE.**

La Banque Centrale Européenne a annoncé en septembre 2014 la mise en place d'un programme d'achat d'ABS (Asset Backed Securities) afin de redynamiser ce marché et de donner aux banques, aux prises avec de fortes contraintes réglementaires sur leur bilan, un moyen de financement moins onéreux. In fine, son objectif est de créer une courroie de transmission supplémentaire de sa politique monétaire vers l'économie réelle, notamment en Espagne et en Italie, où les taux de crédit aux entreprises et aux ménages restent élevés. La démarche de la BCE a suscité des interrogations: certains observateurs s'inquiètent de la qualité des actifs qui seront acquis par la banque centrale (« Les banques ne vont-elles pas en profiter pour se délester de leurs créances de mauvaises qualités ? »), tandis que d'autres craignent, à l'inverse, qu'elle achète, à hauteur de plusieurs centaines de milliards d'euros, tous les actifs de bonne qualité (« Ne va-t-elle

pas assécher le marché ? »). Mais Mario Draghi a su répondre précisément à ces questions : la BCE ne retiendra que les tranches seniors de titrisation, les mieux notées, et elle s'interdira d'acheter plus de 70 % de l'encours de chaque ABS. Elle est en effet dans une logique de co-investissement et souhaite voir de nouveaux investisseurs revenir également sur cette classe d'actif.

### Des taux de défaut extrêmement faibles en Europe

Plus de sept ans après l'éclatement de la crise financière, et en particulier les premiers soubresauts sur les « subprimes », un constat s'impose : le marché européen des ABS n'a enregistré quasiment aucun défaut depuis cette date. C'est d'ailleurs l'un des enseignements de deux études récentes des agences Fitch Ratings et Standard & Poor's<sup>1</sup>. Moins de 1,6 % des titrisations européennes en cours mi-2007 avaient fait défaut mi-2014, relève ainsi S&P. Et ces défauts restent concentrés sur quelques classes d'actifs, notamment les produits structurés avec des effets de levier



**Sébastien André**  
Gérant  
Crédits Structurés  
de Natixis Asset  
Management

“Plus de sept ans après l'éclatement de la crise financière, et en particulier les premiers soubresauts sur les « subprimes », le marché européen des ABS n'a enregistré quasiment aucun défaut depuis cette date.”

importants, et sur les tranches les plus juniors de ces structures. Malgré des taux de défauts contrastés selon les zones géographiques et les sous-jacents, les régulateurs et certains investisseurs continuent d'aborder de façon homogène l'ensemble des produits de crédit structuré (SIV, CDO, CLO, RMBS, CMBS...), alors qu'ils présentent des caractéristiques et typologies de risque très différentes les uns des autres. Les ABS européens, dont les actifs sous-jacents sont essentiellement

1. Fitch Ratings : Global Structured Finance Losses : 2000-2013 Issuance (27 mai 2014) - Standard & Poor's : « Seven years on, the cumulative default rate for european structured finance is only 1,6% » (26 août 2014).

des emprunts immobiliers, des crédits à la consommation, des crédits automobiles ou issus de cartes de crédit, sont très granulaires. Ils reposent sur une multitude de créances qui offre une grande répartition des risques. En pratique, ces titrisations naturellement très diversifiées n'ont connu aucune perte sur les tranches seniors au cours de ces dernières années.

### Un marché en mutation

Le marché européen de la titrisation a connu un point bas en termes d'émissions en 2013, à 156 milliards d'euros (contre 646 milliards en 2006, le plus haut historique). Aujourd'hui, la base d'investisseurs est naturellement plus réduite, mais elle se compose d'intervenants comme les hedge funds et les fonds obligataires, plus stables et qui maîtrisent bien les mécanismes propres à ces instruments. Ce changement de typologie d'investisseurs a eu la vertu d'assainir le marché de la titrisation, qui ne connaît plus de problèmes de liquidité. Une banque allemande a ainsi récemment liquidé un portefeuille d'actifs de titrisation datant de 2007 pour un

montant de 8,5 milliards d'euros, dont 3 milliards de titres européens, sans impact sur le marché.

### L'analyse crédit interne, nerf de la guerre

Les événements des années 2007-2008 ont confirmé l'importance de l'analyse crédit des investissements potentiels. Les investisseurs se fixent généralement des contraintes en termes de notation de crédit pour définir leurs univers d'investissement. Cependant, même si le travail d'analyse des agences de notation apporte certaines informations importantes, se faire ses propres opinions reste une nécessité pour une société de gestion.

L'investissement en ABS nécessite non seulement une bonne connaissance des véhicules d'émissions et de la structuration de ces opérations mais également une étude approfondie du type et de la qualité des créances cédées. Ainsi, afin d'anticiper le risque de défauts sur un portefeuille de prêts, l'équipe de gestion doit bien appréhender la politique d'octroi de crédits de l'établissement financier cédant et avoir une connaissance fine de son historique

de défaut, au travers des prêts présents dans son bilan. Le gérant doit également étudier les caractéristiques d'un ABS non seulement à son lancement, mais aussi tout au long de sa vie. Pour ce faire, il prend en compte les rapports de performance publiés par les émetteurs au fil de l'eau et notamment à l'occasion des paiements d'intérêts. Il est ainsi possible d'évaluer la dynamique du comportement des prêts, à travers leurs remboursements et les éventuels retards de paiement, voire les défauts. Une pratique de diffusion d'informations plus fréquente encore (sur une base mensuelle) a d'ailleurs été imposée par la BCE aux originateurs des produits de titrisation qui lui sont apportés en collatéral par le biais d'une base de données centralisée (European DataWarehouse).

**“L'investissement en ABS nécessite non seulement une bonne connaissance des véhicules d'émissions et de la structuration de ces opérations mais également une étude approfondie du type et de la qualité des créances cédées.”**

### Transformer une partie de son bilan en titres négociables

La titrisation est une technique financière qui consiste à transformer des créances en titres pouvant être cédés à des investisseurs. Cela permet donc à l'originateur de diminuer la taille de son bilan ou de bénéficier de la qualité de ses créances pour obtenir plus facilement un financement moins onéreux. Les flux versés aux porteurs des ABS proviennent en effet exclusivement des paiements d'intérêt et des remboursements de capital des emprunteurs, et sont donc déconnectés de la qualité de crédit et du rating de la banque cédante.

Différents mécanismes de structuration et l'existence de rangs de seniorité et de priorité différents dans l'allocation des flux permettent la création de tranches d'ABS seniors ou mezzanines présentant des couples rendement/risque attractifs pour des investisseurs variés. Les portefeuilles de prêts sous-jacents comportent généralement des créances homogènes octroyées par un seul originateur dans un seul pays. Les principales classes d'actifs présentes en Europe sont les prêts hypothécaires résidentiels (RMBS), les prêts à la consommation ou pour l'acquisition d'autos, les prêts aux PME, les contrats de crédit-bail, les encours de cartes de crédit...

### Vers un assouplissement des contraintes réglementaires

Outre le vigoureux coup de pouce que devrait donner aux ABS le programme d'achat de la Banque Centrale Européenne, l'attractivité nouvelle de ce marché est également liée aux profonds changements que connaît l'ensemble des marchés obligataires. La baisse des ratings a provoqué un appauvrissement du gisement de papiers très bien notés et donc une grande faiblesse des rendements des quelques émetteurs de cet univers. Les produits

de titrisation représentent ainsi une vraie alternative, alors que beaucoup d'entre eux combinent encore une notation triple A ou parfois double A et un rendement élevé. Une situation qui est la conséquence de la timidité de la demande, contrainte par des réticences désormais peu rationnelles mais aussi par des règles d'investissement sur les ABS très restrictives : un coût en capital élevé pour les assureurs au regard de Solvabilité II, des exigences fortes en termes de liquidité pour les banques sous Bâle III. C'est ainsi que

la BCE elle-même a appelé récemment les régulateurs à assouplir certaines de ces dispositions. Des réponses à ces questions devraient être apportées au cours des prochains mois.

**“Les produits de titrisation représentent ainsi une vraie alternative, alors que beaucoup d'entre eux combinent encore une notation triple A ou parfois double A et un rendement élevé.”**

### Une réouverture du marché des ABS à plusieurs vitesses

Même si les volumes d'émissions globaux d'ABS sont restés élevés pendant la crise, la plupart des banques ont surtout procédé à des émissions techniques « retenues », en conservant les ABS afin de pouvoir les utiliser comme collatéral pour les opérations de financement de la BCE ou pour des transactions interbancaires. La vente d'ABS aux investisseurs et la reprise d'un marché primaire actif n'ont réellement recommencé qu'en 2010 avec des titrisations de prêts automobiles allemands ou de prêts immobiliers hypothécaires hollandais.

Ces nouvelles émissions étaient généralement proposées par des originateurs connus et récurrents et n'offraient aux investisseurs que les tranches les plus senior. Si ces portefeuilles granulaires permettent une modélisation et une analyse des risques plus simple, le marché devrait naturellement évoluer en incluant également des portefeuilles plus concentrés. Des opérations de CMBS (prêts immobiliers commerciaux) ont ainsi été émises en 2014.

Rédigé le 14 janvier 2015

### MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné, au 8 janvier 2015 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. Bien que Natixis Global Asset Management et Natixis Asset Management considèrent les informations fournies dans le présent document comme fiables, elles ne garantissent pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

**Dans les pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni par NGAM S.A ou sa filiale 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 aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl. NGAM Distribution est une unité de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble 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. Ce document ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente d'un produit ou service à une personne présente dans une juridiction où une telle activité n'est pas autorisée.

#### Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros  
Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille  
sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990  
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738  
Siège social : 21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13  
[www.nam.natixis.com](http://www.nam.natixis.com)

#### NGAM S.A.

Société de gestion luxembourgeoise  
agrée par la CSSF (RCS Luxembourg B 115843)  
Siège social : 2 Rue Jean Monnet,  
L-2180 Luxembourg - Grand-Duché de Luxembourg

#### NGAM DISTRIBUTION

Immatriculée au RCS de Paris sous le n°509 471 173  
Siège social : 21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris  
[www.ngam.natixis.com](http://www.ngam.natixis.com)