

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Les prêts seniors : bientôt l'heure de la consécration ?

Il s'agit de l'une des rares classes d'actifs obligataires susceptibles non seulement de générer des rendements plus élevés, mais aussi de réduire la volatilité.

Consacrer une partie de son portefeuille obligataire aux prêts seniors peut s'avérer intéressant, tant à court qu'à long terme, et ce, pour deux principales raisons. Tout d'abord, dans la mesure où ils sont couverts par des garanties et occupent une position senior et sécurisée dans la structure du capital, les prêts bancaires peuvent réduire considérablement le risque encouru par les investisseurs en cas de défaut. En second lieu, grâce à leurs coupons variables, ils modèrent le risque de taux d'intérêt. Ce taux variable protège les prix des obligations seniors d'une baisse lorsque les taux augmentent. La majorité des titres obligataires traditionnels ne présentent pas ce double avantage.

Comment les investisseurs institutionnels peuvent-ils investir dans les prêts seniors et est-ce le bon moment pour le faire ?

Comment investir dans les prêts seniors ?

Le marché des prêts seniors est constitué de prêts accordés par les grandes banques commerciales et les grandes banques d'investissement aux entreprises qui cherchent à lever des fonds. Sur ce marché, les volumes des opérations ont tendance à être importants : la plupart des prêts seniors syndiqués sur le marché américain oscillent entre 100 millions et 5 milliards de dollars.

Les prêts seniors sont activement négociés sur le marché secondaire, à l'instar des obligations high yield et investment grade. La taille du marché des prêts seniors est comparable à celle du marché du high yield (1 300 milliards de dollars) et, comme sur ce dernier, les prêts seniors sont généralement notés par Moody's et Standard & Poor's.

Les entreprises émettrices de prêts seniors ont généralement une notation inférieure à investment grade, de sorte que les prêts seniors ont tendance à offrir un rendement supérieur à celui des obligations investment grade, mais inférieur à celui des obligations high yield. « Le surplus de rendement par rapport à l'investment grade reflète un risque de crédit présumé plus important », explique Cheryl Stober, directrice des investissements dans l'équipe des prêts bancaires chez Loomis Sayles, un affilié de Natixis Investment Managers. « Le rendement légèrement inférieur à celui du high yield s'explique par le fait que les prêts bancaires ont un rang plus élevé dans la structure du capital, de sorte que le risque pour le capital des investisseurs est moindre. »

Quels sont les arguments en faveur d'une allocation aux prêts bancaires ?

L'argument stratégique de long terme qui milite en faveur des prêts bancaires repose sur le comportement de la classe



Olivier Bluche
Responsable des ventes institutionnelles pour la Suisse francophone
Natixis Investment Managers



Louise Watson
Managing Director, Responsable pays pour l'Australie et de la Nouvelle-Zélande
Natixis Investment Managers



Cheryl Stober
Vice-président, Directrice des investissements
Loomis Sayles

Points clés :

- La hausse des taux et la baisse du crédit pénalisent la plupart des classes d'actifs, mais les prêts seniors (« senior loans ») bénéficient directement de la hausse des taux et peuvent être mieux protégés de la baisse du crédit grâce à leur position privilégiée et garantie dans la structure du capital.
- Les prêts bancaires libellés en dollars sont particulièrement intéressants à l'heure actuelle. Dans un contexte de forte incertitude économique en Europe et de hausse des taux d'intérêt, les prêts seniors offrent une double protection du capital et des intérêts.
- La recherche crédit fondamentale propre à chaque titre est d'une importance capitale, car le succès d'un investissement dans les prêts bancaires consiste avant tout à gagner en évitant de perdre.

d'actifs sur un cycle de crédit complet. Alors que la plupart des autres classes d'actifs sont généralement pénalisées par la hausse des taux, la baisse du crédit, voire les deux, les prêts seniors bénéficient directement de la hausse des taux et sont en quelque sorte protégés de la baisse du crédit par leur position senior et sécurisée dans la structure du capital.

Les arguments en faveur des prêts bancaires — et notamment des prêts bancaires libellés en dollars — sont actuellement particulièrement probants. Compte tenu du niveau d'incertitude économique en Europe dû à la guerre en Ukraine, les prêts libellés en dollars, principalement émis par des entreprises nord-américaines, pourraient constituer un segment rémunérateur dans les mois et années à venir.

Dans un contexte d'incertitude économique mondiale et, probablement, de hausse des taux, la double protection offerte par les prêts seniors, à la fois sur le capital et sur les intérêts, est très prisée par les investisseurs.

Puisque les prêts seniors sont à la fois prioritaires (« senior ») et sécurisés (« collateralized »), ils sont davantage protégés contre une baisse de la qualité de crédit de la société emprunteuse, contrairement aux obligations qui se situent plus bas dans la structure du capital. Étant donné que les prix des obligations baissent lorsque les taux d'intérêt augmentent, la normalisation des taux pourrait avoir des conséquences importantes pour les portefeuilles obligataires plus traditionnels.

« Les entreprises présentes sur le marché des prêts sont bien placées pour survivre à toute hausse éventuelle des taux d'intérêt », précise Cheryl Stober. « Comme peu de prêts arriveront à échéance dans les années à venir, les défauts de paiement devraient être assez faibles. »

Les coupons à taux variable permettent aux prix des prêts bancaires de rester assez stables pendant les périodes de hausse des taux. Les prêts bancaires offrent des rendements actuels proches de ceux d'autres obligations ayant une notation comparable, ce qui signifie que cette faculté à résister en cas de hausse des taux est aujourd'hui faiblement valorisée.

« Nous avons vu des investisseurs australiens investir dans les prêts bancaires avant et pendant les périodes de hausse de taux », explique Louise Watson, Responsable pays pour l'Australie et la

Nouvelle-Zélande chez Natixis Investment Managers.

« Les investisseurs sont attirés par cette classe d'actifs, car les prêts bancaires sont conçus pour être plutôt résistants à la fois face au risque de perte de capital (grâce aux garanties) et face au risque de taux d'intérêt (grâce aux coupons variables).

Qui plus est, pour Louise Watson : « Les investisseurs institutionnels australiens considèrent qu'une allocation aux prêts bancaires constitue un complément solide à leur portefeuille obligataire, tant à court terme qu'à long terme. »

Des allocations en hausse

Même si les prêts seniors sont des investissements obligataires relativement standards et sont plus défensifs que le high yield, ils sont souvent considérés comme des investissements alternatifs. Le Mercer European Asset Allocation Insights 2021, par exemple, considère les prêts seniors comme des instruments « obligataires orientés croissance », qui constituent une sous-catégorie des investissements alternatifs.

La même enquête montre que seuls 5 % des fonds de pension européens consacrent une part de leurs actifs aux prêts seniors. Mais ceux qui investissent dans les prêts seniors ont une conviction relativement forte dans la classe d'actifs, y allouant 4 % de leurs actifs totaux.

En Suisse, la réglementation des fonds de pension considère également les prêts seniors comme des investissements alternatifs. L'enquête Credit Suisse Swiss Pension Fund Index 2021 indique que les fonds de pension suisses affichaient une allocation moyenne de 0,62 % aux prêts seniors à la fin de l'année 2021. L'allocation moyenne des institutions qui investissent dans cette classe d'actifs se situe généralement dans une fourchette de 2 % à 4 %.

Dans un environnement longtemps caractérisé par des rendements négatifs (après prise en compte des coûts de couverture) pour les obligations domestiques et étrangères investment grade, la plupart des fonds de pension suisses ne s'attendent pas à ce que leurs allocations obligataires — qui s'élèvent en moyenne à 30 % — génèrent de la performance, et ils considèrent plutôt les obligations comme un outil destiné à atténuer les risques.

« Naturellement, les allocations aux segments obligataires plus rémunérateurs ont augmenté, que ce soit au travers d'une plus grande exposition au risque de crédit des entreprises, comme avec le high yield, ou au risque pays, comme avec la dette émergente », explique Olivier Bluche, Responsable des ventes institutionnelles pour la Suisse francophone, chez Natixis Investment Managers. « Plus récemment, nous avons constaté un regain d'appétit pour la dette privée, qui est un moyen très efficace d'augmenter encore le rendement et de réduire la volatilité des performances, puisque les investissements ne sont pas aussi facilement valorisables au prix du marché (marked-to-market). »

De plus, un certain nombre de consultants suisses et internationaux recommandent les prêts seniors, comme moyen de s'exposer à une classe d'actifs qui offre à la fois un rendement élevé, un risque de durée nul et une grande liquidité. « La hausse des taux d'intérêt est désormais une réalité, et les investisseurs vont devoir trouver des alternatives stratégiques ou tactiques pour réduire à la fois le risque de durée et les pertes en capital potentielles sur leurs investissements obligataires, tout en gardant la volatilité sous contrôle », ajoute Olivier Bluche.

Quels sont les risques dont les investisseurs doivent tenir compte ?

Les principaux risques à considérer portent sur la qualité du crédit, la liquidité du marché, le risque de défaut et la volatilité des prix. Alors que les prêts bancaires sont sécurisés par des garanties, les sociétés émettrices ont souvent une notation inférieure à investment grade et peuvent donc présenter un risque de défaut plus élevé. À la fin de l'année 2021, le taux de défaut sur 12 mois exprimé en fonction de l'encours était de 0,29 %. « En supposant un taux de recouvrement de 60 %, cela implique une perte pour le portefeuille de seulement 0,12 % », souligne Cheryl Stober. « Mais il est indispensable de pouvoir s'appuyer sur une recherche étendue et approfondie pour maintenir des taux de défaut bas et des taux de recouvrement élevés.

Qui plus est, le marché des prêts, lors des périodes tendues, peut faire face à une réduction de la liquidité qui a un impact négatif sur les prix des prêts. Les inefficiences, tant en matière de valorisation que de liquidité, sont des

constantes sur les marchés en raison de la tendance des investisseurs à réagir de manière excessive aux événements. La crise financière de 2008-2009 en est un bon exemple : lorsque les banques ont été forcées de vendre leurs actifs, les prix ont fortement baissé, ce qui a entraîné la première année de performance négative pour les prêts seniors depuis la création de l'indice de référence en 1992. « Début 2009, les pressions à la vente se sont relâchées et les investisseurs ont levé de nouveaux fonds pour acheter des crédits considérablement sous-valorisés », comme l'explique Cheryl Stober.

Gagner en évitant de perdre

Loomis Sayles est la société affiliée de Natixis Investment Managers qui possède la plus longue expérience de l'investissement. Fondée à Boston en 1926, elle gère aujourd'hui 363 milliards de dollars d'actifs de clients, dont environ 70 % sont des titres obligataires. Loomis Sayles est réputée depuis longtemps pour son expertise en matière de recherche crédit et utilise un système interne de notation de crédit depuis les années 1930.

L'équipe de prêts senior de Loomis Sayles gère des comptes discrétionnaires et des fonds de placement depuis 2004, avec un encours de 3,3 milliards de dollars

investis (au 31/12/21) de manière défensive, transparente, sensible aux indices de référence et long-only.

La recherche crédit fondamentale propre à chaque titre est d'une importance capitale, car le succès d'un investissement dans les prêts bancaires consiste avant tout à gagner en évitant de perdre. Les portefeuilles, composés de 200 à 300 lignes, sont diversifiés, tant sur le plan sectoriel que sur celui des titres, avec une préférence pour les prêts de qualité supérieure, traitant au pair et qui bénéficient de plusieurs protections contre le risque de crédit.

Publié en avril 2022

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. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. 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.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, 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 Investment Managers, 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 Investment Managers 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 Natixis Investment Managers considère 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.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

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

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable

> Find out more:
im.natixis.com/en-institutional

Loomis, Sayles & Company, L.P.

A subsidiary of Natixis Investment Managers
Investment adviser registered with the U.S. Securities and
Exchange Commission (IARD No. 105377)
One Financial Center,
Boston, MA 02111, USA
www.loomissayles.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Share Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com