

Solution d'investissement alternative

Les obligations ABS mezzanines européennes

Septembre 2019

Document réservé exclusivement aux clients professionnels



Un affilié de



**LES OBLIGATIONS
ABS MEZZANINES
EUROPEENNES**



Introduction

Il est de plus en plus difficile aujourd'hui pour un investisseur institutionnel présent sur le marché européen de trouver des investissements à rendement positif. Les emprunts d'Etats en Europe sont bien ancrés en territoire négatif et les obligations d'entreprises Investment Grade emboitent le pas. Si l'on regarde les classes d'actifs plus risquées comme le crédit High Yield ou les actions européennes, les niveaux de valorisation ne semblent pas non plus particulièrement attractifs après le fort rebond observé durant la première partie de l'année et notamment dans un environnement de marché particulièrement difficile sur fond de risques géopolitiques et de tensions commerciales.

Où que l'on regarde le constat reste le même : *comment accroître son rendement sans pour autant devoir s'exposer davantage à du risque de taux et de change ou descendre dans l'échelle des notations de crédit ?*

Peut-être faut-il regarder du côté du marché de la titrisation européenne aussi appelée « Asset-Backed-Securities » ou encore même « ABS ». En effet, soucieux de retrouver une croissance durable en Europe et ainsi favoriser une relance du crédit, les responsables politiques européens ont publiquement reconnu le rôle crucial joué par la classe d'actifs dans le financement de l'économie réelle et ont ainsi fortement contribué à redynamiser le marché des ABS européens ces dernières années avec la mise en place notamment au 1^{er} janvier 2019 d'un nouveau cadre réglementaire pour les titrisations de haute qualité respectant des critères de « Simplicité, de Transparence et de Standardisation » (norme STS). Au même titre que les emprunts d'Etats, les obligations sécurisées (« covered bonds ») ou encore les obligations d'entreprises, la Banque Centrale Européenne a également décidé à l'automne 2014 d'intégrer les obligations ABS seniors dans son programme d'achat d'actifs entraînant de fait une compression généralisée des spreads de ces obligations. Cette décision a été perçue comme un vote de confiance à l'égard de la classe d'actifs ABS qui jusque-là a démontré sa très bonne résilience et ce même pendant la crise financière de 2007-2008. Cependant, les obligations ABS seniors se retrouvent aujourd'hui elles-mêmes confrontées aux rendements négatifs sur une grande majorité des sous-compartiments qui composent le marché de la titrisation en Europe.

Dans ce contexte, **une alternative toute trouvée reste les obligations ABS mezzanines**. Alors que ce segment de marché reste limité en taille à l'échelle du marché de la titrisation pour différentes raisons, ces obligations ABS mezzanines ne sont pas à ce jour éligibles aux programmes d'achats de la BCE ni au ratio de liquidité bancaire (LCR) et n'ont donc pas connu, à l'instar des obligations ABS seniors, la forte distorsion des prix créée par les achats de la BCE ces dernières années. En y regardant de plus près, même si les obligations ABS mezzanines se sont nettement appréciées portées par une recherche de rendement effrénée de la part des investisseurs déjà familiarisés avec la classe d'actifs ABS, au travers des obligations ABS seniors, ce marché présente aujourd'hui de vraies opportunités d'investissement pour des investisseurs

sophistiqués avec des rendements jugés relativement attractifs par rapport aux obligations traditionnelles pour un risque que nous estimons relativement limité.

Au regard de l'environnement macroéconomique et du ton accommodant adopté par l'ensemble des banques centrales en Europe comme ailleurs, cette recherche de rendement ne semble pas prête de s'arrêter !

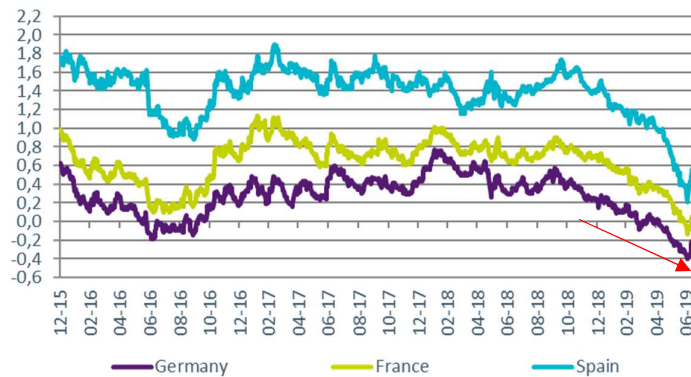
UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS QUI DEVRAIT SE PROLONGER

Depuis quelques semaines, on constate un discours plus accommodant de la part des Banques centrales en réaction à des chiffres de croissance économique en baisse, des perspectives d'inflation qui s'éloignent des objectifs des banquiers centraux des deux côtés de l'Atlantique et des risques géopolitiques qui s'accumulent (Brexit, Trade War US/Chine, tension US/Iran).

C'est le cas notamment de la Banque Centrale Européenne dont les récentes communications ont entraîné un mouvement massif des taux de rendements obligataires à la baisse, portant ainsi un peu moins de 13 trillions de dette à taux négatif, un montant jamais vu auparavant.

En effet, les rendements des emprunts d'Etats ont ainsi marqué des plus bas sans précédents. Le Bund 10 ans s'affiche, depuis le début de l'année en territoire négatif. L'OAT a passé pour la première fois la barre symbolique de 0%.

« Yield to maturity » des obligations souveraines 10 ans



Source : Ostrum AM, Bloomberg. Données au 31.07.2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans ce contexte, le marché du crédit européen a constitué l'alternative privilégiée face à la faiblesse des rendements des emprunts d'Etats. Couplé à l'anticipation par le marché d'une reprise du programme d'achat d'obligations d'entreprises par la BCE avant la fin d'année 2019, les flux entrants sur les fonds de crédit Investment Grade ont repris et ont contribué au resserrement des spreads sur ce marché en dépit d'un volume d'émission soutenu. Fin juin 2019, c'était près de 25% du marché de la dette d'entreprise Investment Grade libellée en euro qui s'échangeait avec des rendements négatifs.

« Yield to Worst » du marché du crédit euro



Source : Ostrum AM, indice Bloomberg Barclays Euro Corporate. Données au 31.07.2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

OU SE POSITIONNER DANS LE SPECTRE OBLIGATAIRE POUR OBTENIR DU RENDEMENT POSITIF ?

Tandis que les taux d'intérêts devraient rester bas et pour longtemps en Europe, la recherche de rendement des investisseurs, elle, est toujours aussi forte. Et l'attrait du crédit Investment Grade s'est considérablement réduit avec la forte réduction des spreads observée ces dernières semaines.

Ainsi, la tendance initiée il y a déjà quelques années par les investisseurs institutionnels - qui consiste à réduire la part des classes d'actifs obligataires traditionnelles dans leurs allocations d'actifs au profit de solutions dites « alternatives » capables de générer un surplus de rendement - semble à nouveau d'actualité.

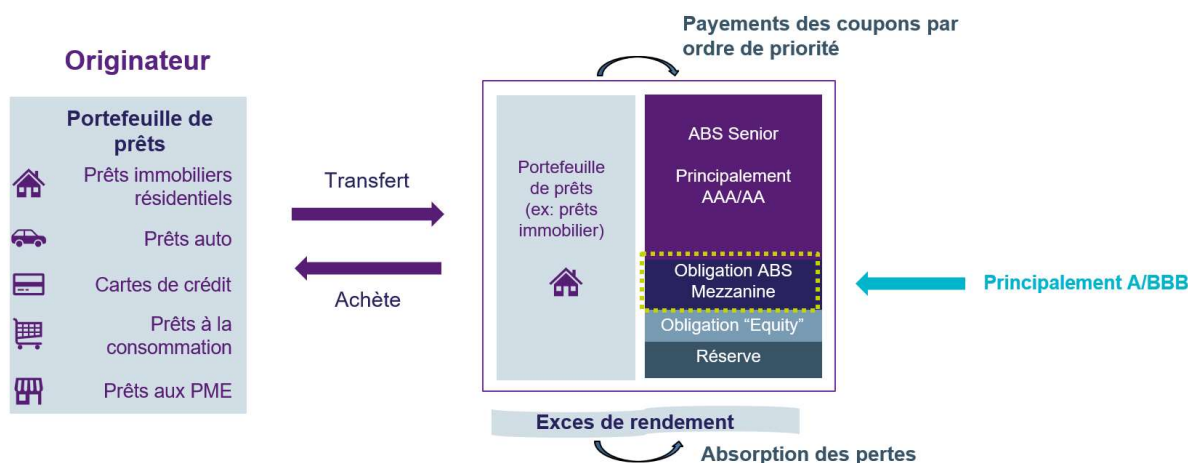
Les obligations ABS Mezzanines représentent un marché dit « de niche » au sein même du marché des ABS européens. Elles pourraient répondre aux besoins croissants de **solutions dites alternatives car offrant des rendements relativement attractifs** dans le contexte actuel **tout en restant dans l'univers des notations investment grade**.

Introduction au marché des ABS Mezzanines

Le marché des ABS européens est en soit relativement important avec près de 1200 milliards d'euros d'obligations à fin 2018 (source: JP Morgan), largement dominé par l'émission d'obligations ABS seniors. Les modalités de financement d'une opération de titrisation ne s'éloignent guère de la structure reproduite plus bas selon la technique dite de « tranching » ou de répartition du risque de perte :

- Les obligations ou tranches seniors bénéficiant d'une excellente notation (AAA/AA) fournissent entre 80% et 90 % du financement du portefeuille de créances titrisés,
- Les obligations ou tranches mezzanines bénéficiant d'une notation allant de A/BBB à B fournissent entre 10% à 20% du financement total,
- la tranche première perte ou « Equity », généralement non notée et retenue en partie par l'établissement cédant les créances apporte le solde de 1% à 10%.

Exemple d'une titrisation (ABS)



Trois raisons peuvent être avancées pour justifier la taille restreinte du marché des ABS mezzanines :

- La première est liée à la **modélisation du risque et la structuration des opérations**. Les obligations ABS sont structurées en tenant compte d'une modélisation fine du risque de pertes du portefeuille de créances titrisées et en utilisant la technique de tranchage du risque, technique utilisée pour répartir le risque de pertes attendues du portefeuille de créances titrisées entre différentes « tranches » : seniors, mezzanines et equity. Ces obligations ont par conséquent un profil de risque/rendement différent qui dépend de différentes formes de rehaussement de crédit apportées lors de la structuration de l'opération, ainsi que du niveau de séniorité, du degré de priorité de remboursement et d'absorption des pertes. Les pertes initiales sont absorbées selon un ordre séquentiel par premièrement, la tranche « equity » jusqu'à épuisement, puis, par les tranches mezzanines, qui absorbent d'autres pertes, pour finir enfin par les tranches les plus seniors. Grâce à cette technique de « tranching » du risque et l'apport de différents rehaussements de crédit, les opérations de titrisation ainsi émises permettent donc aux établissements de crédit cédants ou émetteurs le refinancement de portefeuilles de créances généralement de très bonne qualité, via l'émission majoritairement d'obligations seniors très bien notées pour 80%-90% du financement total et subordonnées par l'émission de tranches mezzanines et equity relativement fines comme illustré plus haut, pouvant représenter ainsi 10% à 15% du financement global.
- La seconde raison concerne le **coût de financement élevé des ABS** pour un émetteur comparativement aux autres classes d'actifs traditionnelles et plus particulièrement celui associé aux obligations ABS mezzanines. De manière générale, les ABS ne constituent pas vraiment la source de financement la plus avantageuse pour un émetteur au regard des différents canaux de financement qui lui sont disponibles tels que les obligations seniors « unsecured », les « covered bonds » (obligations sécurisées) ou même les prêts de refinancement long terme bon marché de la BCE (TLTRO). Et de ce point de vue, quand un émetteur décide d'opter pour un financement sur le marché de la titrisation, bien souvent les obligations seniors sont offertes et placées publiquement dans le marché auprès des investisseurs en ABS alors que les obligations mezzanines et equity en raison du spread/rendement particulièrement élevés demandés par les investisseurs ont jusqu'à présent été bien souvent conservées par l'établissement cédant sur son bilan jusqu'à maturité réduisant ainsi le gisement d'opportunités disponibles pour les investisseurs en ABS mezzanine.
- Une troisième raison qui explique en partie le 2ème point cité plus haut concerne **la réglementation et le traitement prudentiel dissuasif associée à la classe d'actif ABS** imposés par les régulateurs après la crise de 2007. Pour certains investisseurs, tels que les compagnies d'assurance, le traitement en termes de montant en fonds propres à mobiliser dans le cadre du régime Solvabilité 2 reste encore particulièrement élevé et dissuasif pour les obligations ABS mezzanines et ce même après l'allègement récent accordé pour les titrisations éligibles au nouveau règlement STS (« Simple, transparent et Standardisé »). Seules les obligations ABS seniors labélisées STS bénéficient aujourd'hui d'un allègement significatif des charges en capital et alignées avec celles appliquées aux autres classes d'actifs très liquides tels que les « covered bonds » et les obligations d'entreprises très bien notées. Comme illustré ci-dessous, les charges en capital pour les investissements réalisés par un assureur dans les plus sûres de ces titrisations labélisées STS ont été ramenées à 1.0% contre

2.1% auparavant contre 0.9% et 0.7% respectivement pour les « covered bonds » et les obligations d'entreprise notées AAA. Pour une obligation ABS mezzanine notée BBB et labélisée STS, la charge en capital a été ramenée à 7.90% contre 15.80% auparavant, contre 2.50% pour une obligation d'entreprise de notation équivalente.

Charges en capital sous Solvency II et changements sous la nouvelle réglementation STS

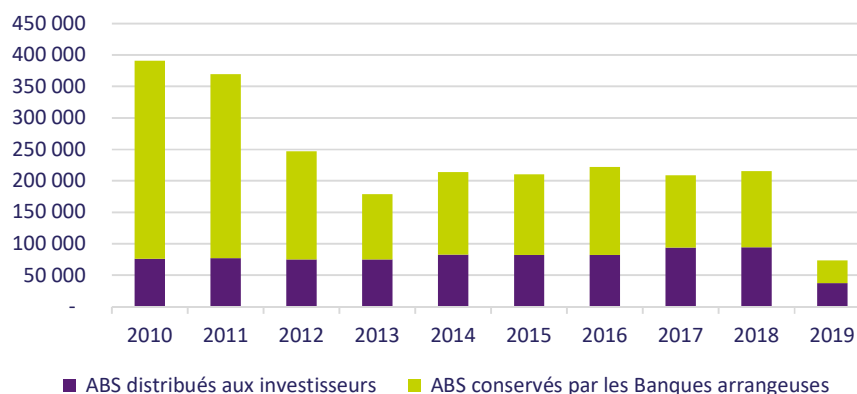
Credit quality step	0	1	2	3	4	5 and 6
Credit rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B and below
Corporate Bonds	0.90%	1.10%	1.40%	2.50%	4.50%	7.50%
Covered Bonds	0.70%	0.90%				
Old – Senior ABS Type 1	2.10%	3.00%	3.00%	3.00%		
Old – Mezzanine ABS Type 1	12.5%	13.4%	16.6%	19.7%	82%	100%
Current Senior ABS STS	1.00%	1.20%	1.60%	2.80%	5.60%	9.40%
Current Mezzanine ABS STS	2.80%	3.40%	4.60%	7.90%	15.80%	26.70%
Old - Type 2 (non-STs) Senior and Mezzanine ABS	12.5%	13.4%	16.6%	19.7%	82%	100%
Differential Senior ABS STS – Corporate Bonds	0.10%	0.10%	0.20%	0.30%	1.10%	1.90%
Differential Mezzanine ABS STS – Corporate Bonds	1.90%	2.30%	3.20%	5.40%	11.30%	19.20%

Source: European Commission; BofA Merrill Lynch Global Research. Données à janvier 2019. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Présentation du marché des ABS mezzanines

Tandis que le marché des ABS européens se rapproche des 1200 milliards d'euros, moins de la moitié est en réalité placée auprès des investisseurs, le reste étant conservé par les banques émettrices qui les utilisent comme garanties dans les opérations de refinancement de la BCE et ce depuis la crise financière. Ainsi, en 2011-2012, 80% des émissions d'ABS étaient conservées par les banques sur leur bilan, 70% en 2013, avant de se stabiliser dans une fourchette entre 55%-61% jusqu'à 2018. A fin juin 2019, la part des émissions disponibles aux investisseurs avait enfin franchit la barre des 50%.

ABS distribués vs ABS "retained" (mds€)
Total émis par an entre 2010 et juin 2019

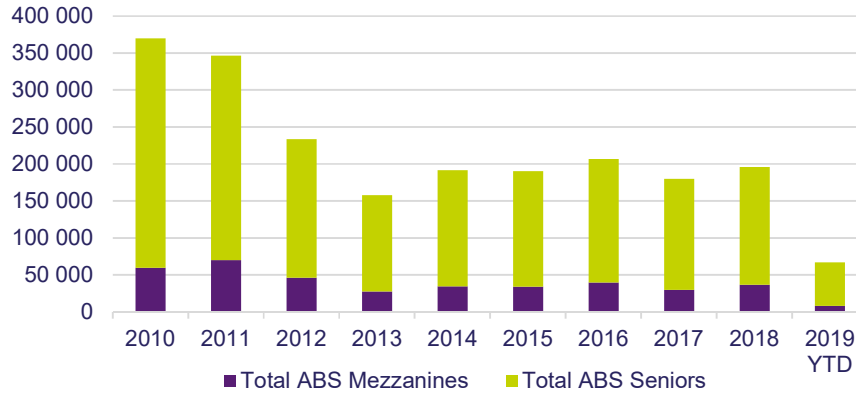


Source : Ostrum AM, JPM Morgan. Données au 21.06.2019. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Si l'on regarde plus spécifiquement les ABS mezzanines, l'histoire est un peu différente. En effet, ces obligations représentent une petite partie seulement du marché des ABS Européens.

Sur le nominal total des ABS Européens émis entre 2010 et 2019, on comptait seulement 16% d'obligations ABS mezzanines pour 84% d'obligations ABS seniors. Sans tenir compte des amortissements, cela correspond à un total émis d'obligations ABS mezzanines de l'ordre de 386 milliards d'euros sur la période.

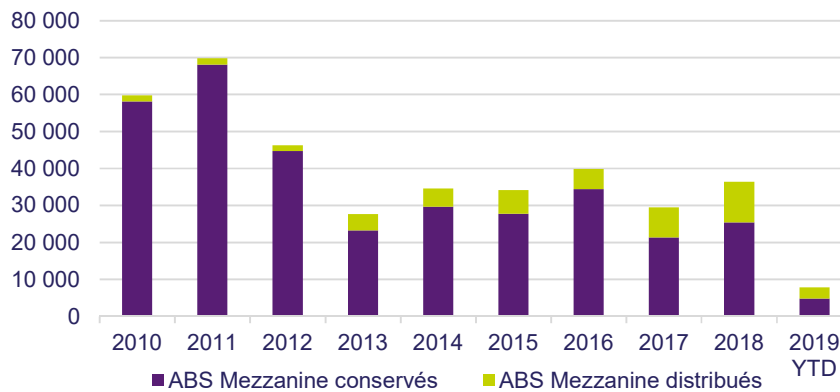
ABS mezzanine vs ABS Seniors (mds€)
Total émis par an entre 2010 et juin 2019



Source : Ostrum AM, JPM Morgan. Rédigé le 21.06.2019. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Cependant, le nominal effectivement émis publiquement sur le marché est en fait bien inférieur. Nous avons vu que les émetteurs ont fait le choix de conserver la majorité des ABS mezzanines sur leur bilan en raison du coût de financement relativement élevé. Ainsi, le nominal disponible sur le marché n'a été que de 48 milliards d'euros sur la période 2010-2019, soit 8% seulement du montant total d'ABS émis sur le marché sur la période. Certains établissements bancaires n'ayant pas accès à tous les segments traditionnels du marché obligataire ont pu grâce au format titrisation obtenir le financement recherché sur le marché de la titrisation et déconsolider tout ou partie du risque du portefeuille de créances titrisées malgré le coût que cela supposait de placer publiquement sur le marché les tranches subordonnées (mezzanines et equity).

ABS mezzanines "Retained" vs ABS mezzanines distribués (mds€)
Total émis par an entre 2010 et juin 2019



Source : Ostrum AM, JPM Morgan. Rédigé le 21.06.2019. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Quid de la liquidité ?

Les obligations ABS seniors sont éligibles aux opérations de refinancement ainsi qu'au programme d'achat de la Banque Centrale Européenne (programme appelé « ABS Purchase Program - ABSPP ») depuis 2014. Aujourd'hui seuls les remboursements ou tombées de coupons sont réinvestis, ce qui permet d'assurer une bonne liquidité sur ce marché.

En ce qui concerne les obligations ABS mezzanines, la liquidité reste bonne mais certes moins élevée que celle des obligations ABS seniors pour différentes raisons : taille du marché plus modeste, moins de profondeur en termes de types d'investisseurs car non-éligibles aux opérations de repo, aux programmes d'achats de la BCE et au ratio de liquidité bancaire (LCR) de Bâle III.

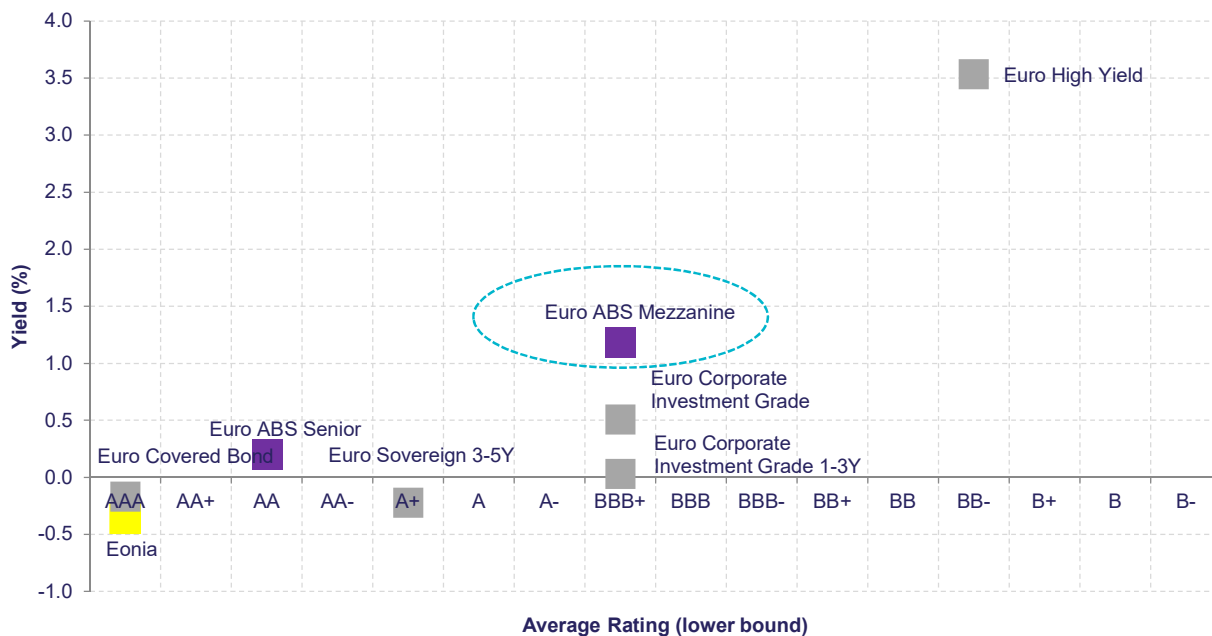
La liquidité du marché des obligations ABS mezzanines est assurée principalement par un nombre plus restreint d'acteurs très spécialisés et sophistiqués composés majoritairement de quelques banques mais aussi de hedge funds et société de gestion d'actifs - comme Ostrum AM -, fins connaisseurs du marché et capables d'apprécier les fondamentaux de la classe d'actifs et ses spécificités. Ces mêmes acteurs investissent généralement dans un esprit de conservation de ces positions sur le long terme pour profiter du portage attractif offert par ce type de papier. **Les volumes d'échange sur le marché secondaire restent donc relativement limités contribuant à créer un effet de rareté. Les obligations ABS mezzanines sont donc moins soumises aux stress de marché** comme nous avons pu l'observer sur la fin de l'année 2018.

Un autre élément essentiel qui contribue à assurer une relativement bonne liquidité du marché des ABS - y compris celui des ABS mezzanines - est le système de mise en enchère des titres sur le marché (« BWIC » - Bid Wanted In Competition). Au fur et à mesure, ce système est devenu une réelle pratique de marché. Elle permet à un investisseur ABS désireux de vendre ses obligations ABS d'avoir accès en plus de la liquidité fournie par les banques à la liquidité des investisseurs finaux, chose essentielle notamment lorsque les banques se mettent temporairement en retrait et n'assure peu ou plus la liquidité comme nous avons pu l'observer en fin d'année 2018. A contrario, pour un investisseur à la recherche d'opportunités d'investissement, cette pratique de marché peut lui permettre de saisir des opportunités d'investissement tout en économisant quelques points de base sur la fourchette bid/ask.

Un rendement attractif mais pour quelles raisons ?

Il est vrai que la classe d'actifs ABS propose un rendement / risque relativement attractif, notamment par rapport aux obligations traditionnelles, mais cela est encore plus vrai pour les obligations ABS mezzanines dont le rendement certes s'est progressivement réduit mais reste toujours en territoire largement positif.

Rendement / risque des différentes classes d'actifs



Source : Ostrum AM, Barclays, Bloomberg. Données au 30.06.2019. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer ce surplus de rendement offert par les obligations ABS mezzanines :

- Une **prime de liquidité** plus importante par rapport aux obligations ABS seniors ou même aux obligations d'entreprises notées Investment Grade ;
- Une **prime liée à la complexité** de la classe d'actifs ABS en raison de la structuration complexe des opérations de titrisation et de la méconnaissance de la classe d'actifs de beaucoup d'investisseurs qui hésitent encore à rentrer sur ce marché ;
- Une **prime liée au traitement réglementaire** : le coût en capital reste élevé pour certains investisseurs tels que les assureurs ou fonds de pensions.

A nos yeux, les primes liées à la complexité de la classe d'actifs et au traitement prudentiel punitif ne reflètent pas les risques sous-jacents des ABS mezzanines. Au contraire, nous considérons que cela permet de saisir des opportunités pour tout investisseur non contraint par un cadre réglementaire et disposant d'une grande connaissance de la classe d'actifs, comme savent l'exploiter les équipes de spécialistes ABS d'Ostrum AM.

Des fondamentaux crédits solides et un haut degré de transparence

Plusieurs éléments militent en faveur de la classe d'actifs ABS qui présentent selon nous des fondamentaux solides et bénéficie d'une grande transparence en matière d'information disponible aux investisseurs :

1. **En premier lieu, la résistance de la classe d'actifs sur le long terme a été prouvée statistiquement.** Moody's a publié la matrice de transition de notations suivante :

**Matrice de transition de notations des ABS, CMBS et RMBS EMEA sur 5 ans
Calcul sur la période 1993-2018**

De \ à	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	Principal remboursé	« Impairment »
Aaa	19.95%	7.80%	5.29%	2.39%	0.76%	0.25%	0.15%	63.36%	0.06%
Aa	2.75%	28.77%	6.29%	3.43%	1.81%	1.26%	0.84%	54.41%	0.43%
A	0.50%	10.52%	23.26%	4.65%	3.81%	2.18%	1.39%	52.79%	0.91%
Baa	0.21%	3.54%	6.68%	20.55%	5.09%	3.83%	4.75%	52.95%	2.40%
Ba	0.03%	2.21%	4.13%	5.07%	15.40%	7.02%	10.69%	49.70%	5.75%
B	0.20%	2.88%	5.90%	7.39%	7.82%	10.21%	11.12%	41.61%	12.88%
Caa-C		1.35%	1.43%	2.04%	7.11%	10.64%	21.92%	27.29%	28.23%

Source : Ostrum AM, Moody's. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

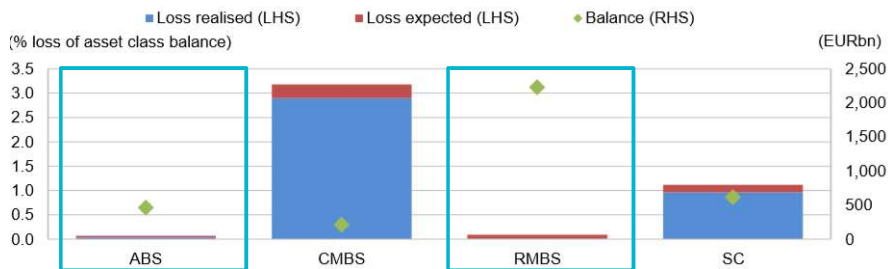
Cette matrice de transition permet de mettre en évidence la résistance des notations des obligations ABS Investment Grade dans le temps, en incluant notamment la crise de 2007-2008.

Il faut noter que le terme « Impairment » ne signifie pas forcément un défaut. Il peut par exemple s'agir du retard de paiement des coupons. En cas d'impairment, l'organe de gestion du SPV (« Special Purpose Vehicle », le véhicule émetteur des obligations ABS) veille à ce que les paiements se poursuivent, de sorte que les investisseurs en ABS continuent de recevoir leur principal et leurs intérêts. Ce qui implique de fait la prolongation de la durée de vie de l'opération de titrisation.

Il faut aussi noter que ces chiffres ne permettent pas de différencier les différents types d'ABS. Or, une part significative des cas de ces impairments concernait plutôt les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (« Commercial Mortgage Backed Securities » ou « CMBS »), un sous-compartiment du marché des ABS sur lequel nous n'investissons qu'à la marge car pas suffisamment diversifiés selon nous au niveau du collatéral titrisé (généralement quelques prêts) et dont la performance dépend principalement du remboursement et ou du refinancement de ces prêts grâce à la revente des actifs sous-jacents (immeubles de bureaux, centres commerciaux,...).

Cette observation se retrouve d'ailleurs dans la dernière publication de Fitch Ratings qui étudie les pertes des principales classes d'actifs du marché des ABS EMEA sur la période 2000 à 2018. Ainsi, on peut voir que l'essentiel des pertes constaté sur le marché des ABS en Europe provient des CMBS (3.2%) alors que sur les sous-compartiments très granulaires comme les ABS (Auto ABS, consumer ABS, etc.) et les RMBS (résidentiel mortgage backed securities) le taux de pertes reste quasi nul (0.1% pour les ABS et les RMBS) :

Pertes par classe d'actifs d'ABS pour les émissions émises entre 2000 et 2018



Source : Ostrum AM, Fitch Ratings. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. SC représente les « Structured Credit », c'est-à-dire les CDOs. Une distinction est faite ici par Fitch Ratings entre RMBS et ABS qui représente ici les prêts auto et prêts à la consommation. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Un second graphique de cette même étude permet de mettre en évidence l'importance de se positionner sur des obligations séniors et mezzanines notées Investment Grade, lesquelles ont très bien tenues sur la période 2000-2018 :

Pertes par Notation pour les émissions émises entre 2000 et 2018

Fitch-Rated EMEA Structured Finance Tranches

Issuance 2000 - 2018



Source : Ostrum AM, Fitch Ratings. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

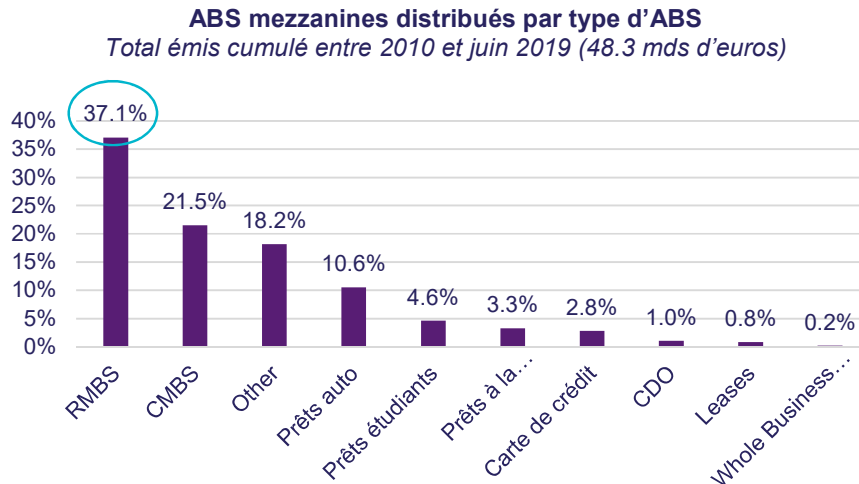
Ces statistiques sont favorables à la classe d'actifs ABS Investment Grade. Chez Ostrum AM, nous privilégions les obligations ABS mezzanines les mieux notées, entre Aa/AA et Baa/BBB.

2. Les obligations ABS sont mieux notées que les obligations d'entreprises grâce au rehaussement de crédit interne des obligations ABS, un principe qui permet de protéger l'investisseur. On peut citer quatre types de rehaussement :

- Un **excès de spread** qui correspond à l'excédent de revenu entre le portefeuille de prêts titrisés (le collatéral) et le coût de financement des obligations ABS. C'est le premier recours en cas de premières pertes.
- Un **fonds de réserve** financé par la banque cédante créé dès la structuration de l'opération de titrisation et qui est utilisé en second recours.
- Le **sur-nantissement** (« overcollateralisation ») : signifie que la valeur du portefeuille de prêts est supérieure à celle des obligations ABS émises. Ainsi, même s'il y a des retards de paiement ou des défauts, le paiement des intérêts ou remboursement du capital sur les obligations ABS ainsi émises n'est pas affecté.
- Enfin, le **principe de « tranching »** ou **subordination** qui a été expliqué précédemment : les obligations les plus juniors (equity) absorbent les pertes non compensées précédemment.

3. Les spécificités du marché des ABS européens : « Prime » et « Recourse loan »

Le marché des obligations ABS mezzanines européennes est dominé par les titrisations de prêts immobiliers hypothécaires (RMBS) dit « Prime » signifiant que les emprunteurs bénéficient d'une bonne solvabilité. De plus, ces prêts sont très souvent assortis de garantis (« recourse loan ») ce qui permet à la banque prêteuse de récupérer le bien hypothéqué en cas de défaut de paiement de l'emprunteur mais aussi tout autre actif si la valeur du bien immobilier n'est suffisante pour couvrir le prêt.



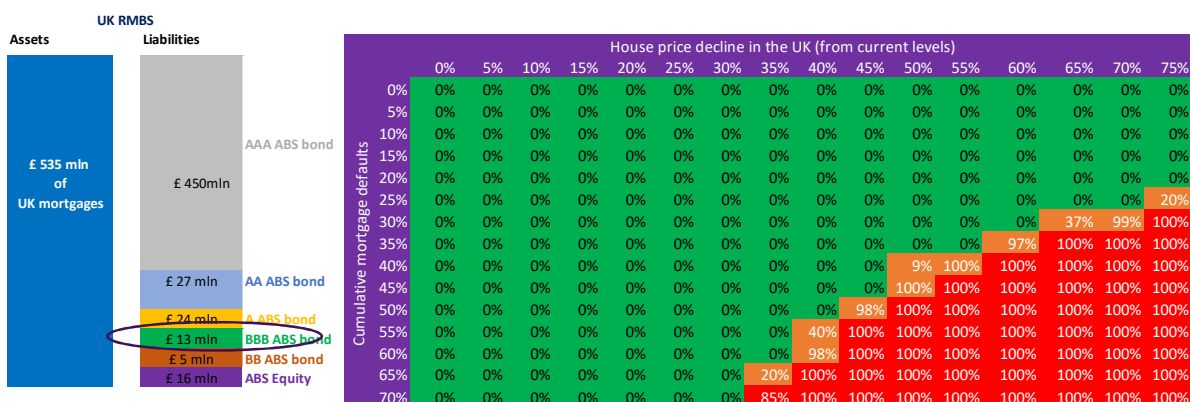
Source : Ostrum AM, JPM Morgan. Données au 21.06.2019. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

C'est d'ailleurs l'une des différences fondamentales majeure avec le marché des RMBS américains qui comporte bien plus de prêts « Subprime » et de « Non-recourse loans ». Le marché « prime » aux US étant dominé par les agences fédérales type Fannie Mae et Freddie Mac.

4. La transparence des opérations et des de leurs portefeuilles sous-jacents :

Contrairement à certaines classes d'actifs alternatives ou traditionnelles, les ABS se distinguent par le haut degré de transparence en matière d'informations disponibles sur la qualité et la performance des portefeuilles de prêts titrisés. Pour chaque opération ABS émise, des rapports périodiques (trimestriels et/ou même mensuels) détaillés et transparents de la performance du collatéral titrisé et des obligations ABS émises permettent à l'investisseur d'évaluer la qualité de crédit et d'apprécier le profil de cash flows de son investissement au fur et à mesure du temps. La qualité et la granularité des données facilitent ainsi pour l'investisseur la mise en place de scénarii de stress pour évaluer finement l'impact potentiel sur son investissement.

Exemple d'analyse : « Impairment » estimé d'une obligation mezzanine notée BBB d'un RMBS UK selon différents scénarii (% baisse du marché immobilier anglais et % cumulé de prêts en défaut)



Source : Ostrum AM, Analyse formulée à partir d'Intex. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Données au T1 2019.

Ce que nous apprécions particulièrement, chez Ostrum AM, en tant que gérant spécialisé en ABS

- **Une flexibilité dans la sélection des obligations mezzanines au sein d'une même opération** de titrisation : tandis qu'il n'y a généralement qu'une seule obligation senior (classe A) qui représente en moyenne autour de 80% à 90% d'une opération, il peut exister plusieurs obligations ou tranches d'ABS mezzanines (B, C, D, E, etc.) présentant des caractéristiques différentes en termes de : notation, maturité, devise, niveau de subordination et rendement. Ces différentes obligations mezzanines permettent aux gérants ABS de choisir de manière plus fine le couple rendement / risque qui leur convient dans le cadre de leurs investissements.
- **La granularité des portefeuilles de prêts titrisés** pouvant compter plusieurs dizaines ou centaines de milliers de prêts sur une même opération permet de rendre quasi nul le risque spécifique (i.e. le risque lié à un seul et même émetteur) contrairement aux obligations souveraines ou d'entreprises. Les ABS au sens large sont l'une des seules classes d'actifs liquides permettant une exposition directe à l'économie réelle.

Une faible corrélation aux actifs obligataires traditionnels

C'est l'une des plus importantes notions que l'on apprend en théorie de gestion de portefeuille : créer un portefeuille à partir d'actifs ayant une faible corrélation - à savoir inférieure à 1 - entre eux. Pourtant basique, elle est au cœur de la construction de portefeuille de toutes les gestions d'actifs. Cela a été particulièrement le cas ces dernières années avec la recherche de solutions d'investissements alternatives moins corrélées aux classes d'actifs traditionnelles.

Sur longue période, on peut constater que les ABS mezzanines affichent une faible corrélation avec l'ensemble des principales classes d'actifs, actions et obligations. Elle est même négative avec les obligations souveraines (-0.06).

De même, si l'on souhaite étudier comment les différentes classes d'actifs sont corrélées entre elles sans tenir compte des obligations ABS mezzanines, l'on peut constater que là encore, la classe d'actifs se distingue. A titre d'exemple, le crédit euro Investment Grade (IG) va présenter une corrélation relativement élevée avec la plupart des autres classes d'actifs (entre 0.42 et 0.82) alors que pour les obligations ABS mezzanines, cette fourchette sera bien plus basse (entre -0.06 et 0.31).

**Corrélation entre les différentes
Classes d'actifs traditionnelles sur 10 ans
(du 31/12/2008 au 31/12/2018)**

	Euro Credit IG	Euro HY BB-B	EuroStoxx 50 TR	Euro Fin Sub. Debt	Euro Govies 3-5Y	Euro ABS Mezzanine*
Euro Credit IG	1.00	-	-	-	-	-
Euro HY BB-B	0.74	1.00	-	-	-	-
EuroStoxx 50	0.42	0.62	1.00	-	-	-
Euro Fin Sub. Debt	0.82	0.80	0.64	1.00	-	-
Euro Govies 3-5Y	0.57	0.18	0.01	0.27	1.00	-
Euro ABS Mezzanine*	0.15	0.05	0.07	0.31	-0.06	1.00

Source : Ostrum AM. Données au 31.12.2018. Corrélation calculée sur pas mensuel. Le marché des ABS mezzanines est représenté par la stratégie Euro ABS Mezzanine d'Ostrum AM lancée le 01.09.2019. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Quelles anticipations pour la classe d'actifs ?

La nouvelle réglementation pour les ABS STS (« Simple, Transparente et Standardisée »), votée à l'automne 2017 par le Parlement Européen et mise en œuvre depuis le 1^{er} janvier 2019, va offrir un nouveau vivier d'opportunités sur le marché des ABS au sens large. Les ABS disposant de ce label STS pourront bénéficier d'un traitement réglementaire plus avantageux avec un abaissement des charges en capital. Tout un ensemble de critères sous-jacents devront au préalable être respectés afin qu'un ABS puisse obtenir ce label de haute qualité.

Les charges en capital sont désormais alignées entre les obligations ABS seniors, les obligations sécurisées et obligations d'entreprises. Cependant, le traitement prudentiel associé aux obligations ABS mezzanines reste pour l'heure encore dissuasif pour certains investisseurs tels que les assureurs sous Solvency 2. Etant donné la qualité d'un grand nombre de tranches mezzanines d'ABS récemment émises et bénéficiant du label STS, on peut espérer que les discussions se poursuivront à l'avenir pour un meilleur traitement prudentiel de ces dernières et permettre ainsi à la majeure partie des investisseurs de bénéficier pleinement du vivier d'opportunités de cette classe d'actifs encore source de valeur.

Si cela était fait, cela pourrait apporter un nouveau flux d'investisseurs parmi les plus importants du spectre obligataire en euros, portant à la baisse les spreads des ABS mezzanines et accroître la liquidité de la classe d'actifs.

L'expertise historique sur les ABS de Ostrum AM comme vecteur de valeur

Ostrum AM est présent sur le marché des ABS européens depuis 2005 avec deux expertises : l'une globale investissant sur les obligations ABS seniors et mezzanines et l'autre plus spécialisée sur les obligations ABS mezzanines, permettant ainsi une couverture de l'ensemble du spectre de notations et une connaissance fine du marché.

De ce fait, nous disposons d'une équipe de gestion expérimentée, composée de trois gérants spécialisés avec près de 19 ans d'expérience sur les ABS et ayant tous connus différents cycles de marché dont celui de la crise financière de 2008.

Les gérants ABS disposent de différents ressources et outils afin de les aider à construire, développer et optimiser leurs portefeuilles ABS mais aussi les accompagner dans les différentes étapes de leur processus d'investissement :

- Une équipe d'analystes crédit : 26 analystes dont 6 analystes couvrant les émetteurs bancaires internationaux, principaux émetteurs sur le marché des ABS.
- 3 stratégestes Fixed Income qui déclinent les scénarios macro-économiques et les tendances sectorielles afin d'aider les gérants à établir leurs vues, opinions et prises de décision.

- La table de négociation de Natixis AM Finances filiale d'Ostrum AM. Grâce au support d'un trader de la table dédié aux ABS, les gérants ABS ont un accès privilégié au marché (une relation avec près de 30 contreparties bancaires actives sur les ABS) et l'assurance d'une best exécution de leurs ordres.
- 2 Spécialistes Produits couvrant les stratégies crédit et ABS offrant un véritable point d'entrée de la gestion pour permettre aux gérants de se focaliser sur leur mission principale : la gestion.
- Des outils d'analyse externes de référence et propriétaires dédiés au marché des ABS (Intex, Bloomberg, Moody's, etc.)

Notre présence historique sur le marché des ABS nous a permis de développer des liens privilégiés avec les principaux émetteurs ce qui nous permet de participer dans certains cas à des opérations « club deals » assez rares, offrant bien souvent l'opportunité d'investir sur des obligations ABS mezzanine à forte valeur ajoutée.

Depuis plus de 15 ans, l'équipe de gestion ABS d'Ostrum AM, notée « AAA » par Citywire (notation* attribuée au 1^{er} août 2019), a développé à travers différents cycles de marché une réelle expertise basée sur une analyse fondamentale approfondie de chaque investissement dans ses portefeuilles tout en favorisant les opérations les plus granulaires, transparentes et diversifiées.

Conclusion - Un investissement adapté dans le cadre d'une allocation d'actifs

Les obligations ABS mezzanines offrent un rendement relativement élevé par rapport à l'ensemble des classes d'actifs obligataires avec de plus une sensibilité aux taux proche de zéro. La classe d'actifs peut compter sur des fondamentaux solides et une grande transparence qui lui permet d'afficher une bonne qualité de crédit avec une notation principalement Investment Grade (A/BBB).

Les obligations ABS mezzanines peuvent apporter de la diversification dans un portefeuille global. En raison d'une prime de risque que nous jugeons attractive, elles peuvent venir compléter une poche de rendement au sein d'une allocation d'actifs composée par exemple d'obligations d'entreprises High-Yield ou même de dette émergente, tout comme une poche dédiée aux investissements alternatifs.

--- RÉDACTION ---



Sébastien André
GÉRANT DE PORTEFEUILLE ABS



Alexandre Boulinguez
GÉRANT DE PORTEFEUILLE ABS



Arthur Chevalier
SPÉCIALISTE PRODUIT CRÉDIT
arthur.chevalier@ostrum.com

**Les références à une notation ne préjugent pas des résultats futurs du gestionnaire*

MENTIONS LÉGALES

Ostrum Asset Management

Un affilié de Natixis Investment Managers.

43, avenue Pierre Mendès-France - CS 41432 - 75648 Paris cedex 13 France – Tél. : +33 1 78 40 80 00

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès France - 75013 Paris - www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF II 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 sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées.

Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

MENTIONS LÉGALES



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.

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 et en Belgique : 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 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.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018 – Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753 – Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com

Ostrum[®]
ASSET MANAGEMENT