
Normalisation des politiques monétaires : quels impacts sur le marché primaire obligataire en 2023?

Paris, 01 Décembre 2022



La table ronde s'est tenue le 1^{er} décembre 2022, avec les participants suivants:

- Christophe Auvity, Credit CIO, BNP Paribas Asset Management
- Philippe Berthelot, CIO Credit & Co-CIO Fixed Income, Ostrum Asset Management
- Cécile Bidet, Global Head of Financial Institutions, Debt Capital Markets, Crédit Agricole CIB
- Hervé Boiral, Head of Euro Credit, Amundi
- Louis Harreau, Head of Developed Markets Macro & Strategy, Crédit Agricole CIB
- Vincent Hoarau (Moderator) Head of FIG Syndicate, Crédit Agricole CIB
- Gwenaëlle Lereste, Senior Credit Analyst – Financials, Crédit Agricole CIB
- Marjolaine Marzouk, Head of the Credit Sales for France, Belgium, Luxembourg and Switzerland, Crédit Agricole CIB
- Julien de Saussure, Senior Credit Portfolio Manager, Edmond de Rothschild Asset Management

L'intégralité de la conversation (podcast) est disponible [ici](#).

Vincent Hoarau: Quelles sont les origines des nouveaux régimes taux et inflation, et sont-ils durables?

Louis Harreau: Nous pouvons distinguer trois grandes vagues d'inflation menant aux niveaux historiquement élevés que nous observons aujourd'hui. Tout d'abord, les effets persistants de la pandémie: les chaînes de production ne se sont pas encore normalisées alors que les consommateurs continuent de dépenser massivement l'épargne accumulée pendant la pandémie. Ce déséquilibre entre une offre limitée et une demande forte a entraîné un ajustement par les prix à la hausse qui perdure aujourd'hui.

Ce premier facteur devrait s'estomper en 2023, dans la mesure où les délais des chaînes de production se résorbent et où la consommation devrait ralentir.

Deuxièmement, il y a évidemment la crise énergétique essentiellement liée à l'invasion russe mais accentuée par d'autres facteurs comme l'entretien des centrales nucléaires en France ou encore la stratégie de l'OPEP. L'augmentation des prix de l'énergie a entraîné une hausse de l'inflation non seulement directe, sur les prix payés par les ménages, mais également indirecte, dans la mesure où tout ce qui est produit et vendu nécessite de l'énergie et donc son prix reflète la hausse des coûts.

Même si on n'attend pas d'amélioration substantielle sur l'énergie en 2023, la contribution à l'inflation devrait se réduire légèrement, puisque l'essentiel de la hausse a été subi en 2022.

Enfin il y a des facteurs plus structurels, dont l'influence sur l'inflation est limitée à ce jour mais qui pourraient avoir des effets durables voire pérennes. Ainsi la prise en compte du changement climatique dans les processus de production devrait irrémédiablement entraîner des hausses des coûts de production et donc des hausses de prix généralisées et permanentes. De même l'augmentation des risques internationaux – pandémie et risques géopolitiques – pourrait défaire le grand processus de mondialisation que l'on a observé depuis les années 1990. La mondialisation a eu des effets désinflationnistes très marqués, et donc l'inversion de ce phénomène pourrait entraîner des pressions inflationnistes sur le long terme.

Pour conclure sur cette question, je dirais qu'une partie de l'inflation que nous connaissons aujourd'hui est temporaire – donc que l'inflation ne va pas rester durablement proche de 10%. On s'attend à ce qu'elle baisse de manière marquée en 2023.

Mais en parallèle, il est incontestable que depuis 2020 de nouvelles sources d'inflation structurelle sont apparues; par conséquent il est peu probable que l'inflation retourne aux niveaux que l'on a connus depuis les années 2010, c'est-à-dire en-dessous de 2%.



Louis Harreau
Head of Developed Markets Macro & Strategy
Crédit Agricole CIB

Hoarau: On a pendant longtemps lutté contre la désinflation, aujourd'hui même si l'inflation n'est plus pérenne, on peut considérer qu'une inflation qui retomberait à un niveau supérieur à 2% ne serait pas forcément une mauvaise chose, n'est-ce pas?

Harreau: C'est tout à fait l'enjeu des banques centrales, avec un consensus sur une inflation qui va tout naturellement retomber proche des 2%. Les phénomènes que l'on connaît actuellement ne peuvent pas être résolus par l'action sur les taux des banques centrales, notamment l'inflation importée par l'énergie. Elle peut cependant être contenue par une politique fiscale plus restrictive et cohérente aux vues de l'excès d'épargne qui est toujours trop important. Le taux de chômage est particulièrement faible et la consommation trop élevée ce qui crée une surchauffe de l'économie et des tensions inflationnistes.

Marjolaine Marzouk: D'ailleurs J. Powell insiste beaucoup sur l'effet richesse -lié à la hausse du marché actions et de l'immobilier sur lequel une bonne partie de l'épargne américaine est encore investie, cela conjointement avec une épargne forcée durant la pandémie – et son impact sur le marché du travail notamment qui a limité le retour au travail des seniors est un facteur inflationniste sur les salaires.

Harreau: C'est un des phénomènes post pandémie aux Etats unis qui a accéléré les départs en préretraite compte tenu des richesses accumulées par les fonds de pensions et des retraites très confortables. La main d'œuvre s'est donc réduite aux Etats-Unis ce qui est un facteur supplémentaire poussant à la réduction du taux de chômage et aux tensions salariales sur la main d'œuvre active restante.

Philippe Berthelot: J'ajouterais sur l'inflation et ses conséquences sur les marchés qu'il y a eu également un phénomène d'accumulation d'épargne forcée. Les chiffres évoqués sont colossaux, autour de USD3500 milliards. C'est ce qui explique aussi à mon avis la relative résilience des économies et qui conduit à une réaction des marchés qui n'est pas aussi dramatique que celle qu'on aurait pu avoir. Sur l'inflation à venir, est-ce qu'on la voit vraiment revenir à 2-2.5% ? Ce n'est pas notre scénario ici, en tous cas pas avant 2024 au mieux. Est-ce qu'on ne va pas revenir dans un monde un peu ou beaucoup plus inflationniste qu'avant ? Certainement. Après, clairement nous ne resterons pas longtemps sur des chiffres au-delà de 10%.

Hoarau: Dans ce contexte, quelle conduite pour les politiques monétaires en 2023?

Harreau: Coté taux, les deux banques centrales [FED et BCE] ont déjà réalisé l'essentiel du chemin: la Fed a déjà augmenté ses taux de 375bp, la BCE de 200bp. Mais il reste du chemin à parcourir, c'est pourquoi on s'attend à ce que les deux banques centrales augmentent encore leurs taux d'environ 100bp chacune d'ici la fin du premier trimestre 2023.

La question du quantitative tightening (QT, réduction de la masse monétaire) devrait ensuite devenir centrale: la Fed a déjà commencé – très graduellement – la réduction de son bilan depuis mi-2022, tandis que la BCE vient seulement de la débiter avec les premiers remboursements de TLTRO et elle a déjà annoncé qu'elle allait discuter des modalités de son QT à son meeting de décembre.

En conclusion, jusqu'au premier trimestre 2023, les banques centrales vont continuer leur resserrement monétaire rapide par des hausses de taux. Ensuite le resserrement monétaire se fera essentiellement par des réductions de bilan.



Hervé Boiral
Head of Euro Credit
Amundi

Hervé Boiral: La BCE peut-elle vraiment continuer à monter ses taux quand on est en récession ? Peut-on imaginer que les banques centrales notamment en Europe soient guidées par le mandat inflation mais aussi par le taux de croissance comme c'est le cas aux Etats-Unis ? Je comprends que d'un point de vue politique ce soit compliqué.

Harreau: Tout est dans la posture. Pour certains banquiers centraux, notamment J. Powell et I. Schnabel, la récession est nécessaire. Il y a une réelle volonté de casser l'économie pour faire baisser les pressions salariales. Mais il est clair qu'il est plus facile de dire cela lorsque l'on n'est pas encore en récession. Il existe toutefois un vrai risque d'erreur de politiques monétaires notamment en Europe puisqu'on devrait entrer en récession lorsque la BCE aura probablement remonté ses taux au maximum, avec donc un vrai risque d'en avoir fait trop.

Fin T1 les taux seront donc à leur maximum, les banques seront moins pourvoyeuses de liquidité – on aura réduit l'excédent de liquidité d'un trilliard –, les TLTRO arriveront à leur échéance. Donc on aura un resserrement du crédit absolument majeur. Gardons en tête également que la BCE discutera de son QT en décembre. En résumé, on rentrerait en récession quand la BCE aura resserré tous les leviers de sa politique monétaire.

Boiral: Et les politiques fiscales et budgétaires dans ce contexte ?

Harreau: Effectivement, on est également à un moment où les politiques monétaires et budgétaires ne sont pas coordonnées. C'est l'une des premières fois dans l'histoire économique récente où les banques centrales serrent le frein à main alors que les politiques budgétaires sont ultra expansives, cherchant à protéger le consommateur. Ce qui du coup peut conduire les banques centrales à être encore plus agressives.

Hoarau: La remontée des taux en 2022 a eu un impact très violent sur le crédit. Chez Ostrum, quel a été votre positionnement sur le secteur bancaire en 2022?

Berthelot: On a été très constructif sur le secteur bancaire, certainement surpondéré sur les bancaires un peu trop tôt. Les spreads de crédit ne sont pas vraiment à l'origine de la sous-performance des portefeuilles en termes de total return. C'est surtout la remontée des taux qui a fait très mal. On a anticipé la fin du CSPP mais on a tous sous estimé l'écartement des swap spreads qui ont pénalisé les financières plus que les entreprises. On est cependant revenu dans un environnement qui devrait plutôt bénéficier aux banques avec une anticipation de rétrécissement des swap spreads et la remontée des taux d'intérêt.

Boiral: Même chose et j'insiste encore, l'écartement des swap spreads de 40bps en début d'année à 110 mi-septembre a été très douloureux. Cela a touché toutes les classes d'actifs et personne ne s'était protégé contre un tel écartement.

Julien de Saussure: Sur le swap spread, il faut remercier Louis pour la qualité de ses analyses qui avaient fait état de la perspective du reverse tiering et de son impact sur l'écartement des swap spreads. Il a été le premier à mettre le doigt là-dessus et un des rares à évoquer des solutions techniques qui avaient pour résultats de ne pas écarter les swaps spreads. Et d'ailleurs ses analyses ont coïncidé avec le timing du resserrement des swaps spreads même si ses solutions proposées n'ont pas été retenues. Je pense qu'il y a eu un peu d'incompréhension du marché à ce sujet.

Boiral: On peut quand même rappeler que la Bundesbank a pris soudainement EUR55 milliards de collatéral en repo et que cela a été le facteur déclencheur de l'écartement.

Berthelot: En effet le manque de collatéral de haute qualité a été le catalyseur de l'écartement majeur des swap spreads.

Hoarau: Julien, chez EDRAM quelles ont été la nature des chocs sur tes fonds bancaires?

De Saussure: En tant que gérant de fond FI, les positionnements se situent au sein des différentes tranches de subordination, en réduisant et modulant le risque d'extension donc le risque de convexité négative. Les allocataires chez nous ont réduit toutes expositions aux financières en février notamment en diminuant toutes les expositions essentiellement sur des considérations de risques d'extension. Ils ont réduit les financières subordonnées, les dettes perpétuelles hybrides corporates etc. sur des considérations d'écartement de spreads qui conduiraient à une extension du risque et donc à un total return négatif. Après les expertises ont été d'amortir la remontée des taux en limitant la duration et en étant protégé tactiquement ou structurellement en duration. Maintenant on arrive à un moment où on se dit que le gros du chemin a été fait et on a envie de se neutraliser davantage voire de se remettre long. Mais on voit qu'il y a une prédominance dans le marché du tactique sur le stratégique car les vues changent très rapidement.



Christophe Auvity

Credit CIO

BNP Paribas Asset Management

Christophe Auvity: Chez nous les choses ont été similaires. C'est ce qu'on appelle une position consensuelle. Même problématique rencontrée évidemment avec la fin du CSPP qui devrait pénaliser davantage les entreprises que les financières, notamment avec les risques sur la croissance, et finalement on observe que c'est le swap spread qui a été sous-estimé cette année et qui a davantage pénalisé les financières.

Pour rebondir un peu sur ce que disait Julien, on a aussi sous-estimé la force du bêta sur les financières due notamment à notre positionnement sur la structure de capital. Par conséquent, avec des titres subordonnés qui donne du bêta à la classe d'actif, dans un marché négatif les performances n'ont pas été bonnes.

Boiral: Paradoxalement, quand on regarde en pourcentage d'écartement des spreads, les titres subordonnés AT1 ont très bien résisté. Positionné avec des bonnes subordonnées, des AT1 et beaucoup de cash et tu faisais bien mieux que les autres.

Hoarau: On a eu récemment des chiffres d'inflation aux US très encourageants et un rallye très puissant sur le crédit. Le pire serait-il derrière nous sur le crédit?

Auvity: Je rappelle avant qu'on ne réponde à la question qu'on se retrouve exactement dans la même configuration que pendant l'été 2022 et on a eu ensuite Jackson Hole qui nous a refroidit à la rentrée, donc prudence. Si on regarde les spreads, bizarrement on se retrouve sur les mêmes niveaux qu'on a atteints au plus bas mi-août.

Hoarau: Néanmoins on est bien plus avancé dans le cycle de remontée des taux.

Auvity: Et l'inflation est aujourd'hui moins forte, elle est plus structurelle et par un effet de base, un effet mécanique cela nous enlève beaucoup de pression. La récession arrive, il va falloir la piloter. Oui c'est ça qui a changé par rapport à la dernière fois. Cet été le marché était beaucoup trop optimiste sur le pivot mais on voit bien que c'est une thématique très forte et un driver très fort sur le crédit et la valorisation du crédit. Oui de ce point de vue je suis beaucoup plus optimiste. Je vais pondérer mon optimisme par la valorisation. Est-ce que le gros du repricing est derrière nous? Bonne question. Je suis constructif. 2023 sera une très bonne année par rapport à 2022. Certainement plus une année de carry que de performance en termes de spread de crédit.

De Saussure: Vue similaire ici et je vais paraphraser Beckett: "en attendant Pivot", je pense que l'épisode de cet été a été douloureux pour beaucoup d'investisseurs. Maintenant, les niveaux de secondaires se sont resserrés mais les NIP n'ont pas vraiment bougé en novembre. On constate actuellement que l'offre sur le primaire augmente malgré des niveaux de primes qui restent relativement élevés. En juillet-août, la prime qui s'était créée s'est décompressée en une seule fois. Cela ne dit rien sur la direction des spreads mais les émetteurs sont un petit peu plus précautionneux aujourd'hui. C'est un changement positif. Ce qui me fait dire que ce rallye est peut-être un peu plus vertueux. On attend beaucoup des niveaux de CPI US publiés au mois de décembre. Ils devraient donner une bonne direction au marché sur le cycle de remontée des taux et donc de valorisation pour 2023. Mais il y a tellement de hedging et de gamma dans le marché, s'il y a déception cela pourra faire mal. On a été échaudé une fois, donc on approche le moment avec beaucoup de prudence.

Hoarau: Pour rebondir Julien sur le niveau de primes que tu mentionnais, je pense qu'on se retrouve dans un marché où le rapport de force entre émetteurs et investisseurs est plus équilibré et je l'espère plus vertueux. La volatilité va rester importante dans les prochains mois et un consensus durable s'installe peut-être sur le primaire après une décennie où l'émetteur a quasiment toujours eu la main.



Vincent Hoarau

Head of FIG Syndicate
Roundtable Moderator
Crédit Agricole CIB

Berthelot: Après une annus horribilis on va avoir une annus mirabilis. On pense que 2023 sera une bonne année pour le fixed-income y compris le crédit. Mais attention aux points d'entrée. 2023 ne sera pas une ligne droite. Côté américain, c'est balisé et on arrive à la fin du cycle haussier de la FED, T1 en marquera la fin. En Europe, avec la BCE c'est là qu'on aura plus de sujets. Est-ce qu'elle s'arrête à 2.5% ou est-ce qu'elle va jusqu'à 3%. La fin du cycle sera en T2 2023, ça c'est notre projection. Est-ce que la BCE y arrivera vu les perspectives économiques. En tous les cas le décryptage du T1 2023 en Europe va être passionnant. On pourrait être émerveillé par la résilience des économies européennes, notamment en Italie, en Espagne ou en Allemagne. On s'attendait à un T3 2022 en baisse et il a été révisé en hausse. En termes de crédit, on ne voit pas le taux de défaut exploser. Nous cela nous rassure contrairement à ce que disent beaucoup de stratégies. Maintenant pour expliquer ce qui vient de se passer et étayer ce que disait Christophe, le catalyseur du rallye c'est objectivement les récentes publications CPI américains là où tout le monde a l'impression qu'on est passé proche du pic. Cela avait déjà commencé cet été mais le core avait continué à monter. Aujourd'hui cela semble être moins le cas. Europe pareil donc avec un retard certain. Maintenant il y a beaucoup d'impondérables. La base short sur les cross over était monstrueuse.

Est-ce la neutralisation short covering en vue de la fin de l'année où tout le monde veut être neutre et ne plus avoir de poses actives très fortes ? Sommes-nous dans un bear market rallye ? C'était le sujet de cet été. C'est un vrai débat en interne au sein de nos équipes actuellement. Est-ce que le marché n'est pas monté trop vite trop fort ? Néanmoins on pense aussi qu'il y aura du carry en 2023 et un peu de gains en capital. Mais attention au point d'entrée. C'est là-dessus qu'on veut insister car ce sera chaotique. Pour autant sur l'US IG on peut se permettre de remettre un peu de jus et de vitesse, mais être tout de suite surpondéré sur le crédit Euro IG, je ne suis pas certain que ce soit la meilleure chose à faire en début d'année. Il y a toujours cette sensibilité aux taux qui est très forte. Chez Ostrum on sera sous-pondéré Euro credit IG tant qu'on ne verra pas la fin du cycle de hausse des taux arriver en Europe. Et pour le moment on en est loin. Pour moi la visibilité sur le marché américain est assez forte. Sur le marché européen cela va être un peu plus compliqué.

Boiral: Moi ce n'est pas le crédit qui me fait peur. Ce qui me fait très peur c'est le primaire et le montant des émissions à venir. €200 milliards de dettes gouvernementales en 2022, on prévoit €400 milliards en 2023. Moi j'ai très peur de la saturation. Si à un moment on voit qu'il y a des difficultés sur les dettes gouvernementales, effet de vases communicants et tout va s'écarter. La grande question est donc de savoir si le marché peut absorber 600 à 700 milliards d'émission SSA en 2 ans.

De Saussure: D'ailleurs, sur le marché des dettes gouvernementales on a eu un test sur le marché du Gilt. Ce que disait Louis sur les oppositions entre les politiques monétaires et budgétaires s'est illustré en Grande Bretagne. C'est facile pour l'Allemagne de contrer budgétairement, cela n'est pas aussi facile pour d'autres pays.

Berthelot: Je suis d'accord avec Hervé. Le risques d'éviction à cause de cette amplification des émissions de dettes souveraines aura de toutes les façons un impact sur le crédit.

Marzouk: Tout à fait d'accord, il y a un risque de repondération des taux vers le crédit également accentué par l'effet du 'positionnement' : en effet on a plutôt observé le mouvement inverse ces derniers mois, avec une attitude 'défensive' de réallocation en faveur des taux et en défaveur du crédit de la part de certains acteurs aggregate côté fonds et assureurs.

Ainsi compte tenu de ce positionnement plutôt short credit versus taux on pourrait s'attendre à un repositionnement en faveur du crédit, même si c'est plus du moyen terme

que du court terme, le marché allant rester volatile et il est sûrement encore tôt pour être surpondéré sur le crédit.

Boiral: Captain obvious: cela ne sert à rien de faire du carry sur le crédit si derrière les taux augmentent encore de 100 ou 200 bps.

Hoarau: L'excès d'offre sur le primaire peut avoir un effet négatif et pousser à l'écartement des spreads. Quelles sont nos prévisions d'émissions pour les financières en 2023 ?



Cécile Bidet

Global Head of Financial Institutions
Debt Capital Markets
Crédit Agricole CIB

Cécile Bidet: Pour 2023, nous estimons que les volumes émis par les banques européennes seront relativement stables par rapport à 2022, avec des tendances différences suivant les instruments.

Les volumes de covered bonds ont déjà doublé en 2022, la France et l'Allemagne étant à des niveaux record supérieurs à €40 milliards, en partie à cause du remboursement du TLTRO mais aussi car la production de prêts a été très importante en 2022. Les banques canadiennes ont aussi été très actives pour remplacer leur financement banque centrale mais aussi suite à une revue des tables d'écoulement des dépôts (en prévision d'une baisse des dépôts). En 2023, certains pays comme l'Espagne ou l'Italie seront plus présentes (l'Italie dès que les banques pourront techniquement émettre, probablement fin T1). Avec le remboursement important du TLTRO, le covered bond redeviendra le financement le moins cher pour les banques ce qui maintiendra les émissions aux environs de EUR200 milliards en 2023.

Sur le Senior Non Preferred, les émissions devraient être pratiquement stables en 2023. Toutes les grandes banques sont déjà bien positionnées aux niveaux TLAC et MREL, donc il s'agira de refinancement des maturités à venir. Certaines moyennes banques ne sont pas encore aux exigences MREL mais les montants restant à émettre sont marginaux à l'échelle globale et un certain nombre de banques n'ont pas d'exigences de MREL subordonné et pourront émettre du Senior Preferred.

Les volumes de dette subordonnées AT1/T2 baisseront matériellement. Les banques sont relativement bien optimisées en terme de structure de capital donc pas de déficit à combler, et les montants des instruments arrivant à leur première date de call est faible (~EUR 15 milliards dans les 18 prochains mois). Pour le T2, nous passerons de EUR35 milliards eq. émis en 2022 (USD, GBP et EUR) à moins de EUR30 milliards en 2023. L'incertitude reste sur l'évolution des actifs pondérés. Pour l'instant, la détérioration du crédit est faible. Si elle s'accroissait, elle pourrait pousser à une augmentation des actifs pondérés mais celle-ci serait modérée par une baisse des prêts et de l'activité des banques. Les non calls ne devraient pas avoir un impact majeur sur les volumes d'émissions, Sabadell restant anecdotique d'un point de vue marché.

Il reste enfin le Senior Preferred qui sera la variable d'ajustement et dont les volumes devraient augmenter de 10% en 2023. Les volumes dépendront de la vitesse de réduction des dépôts. Par exemple en France, le livret A va forcément impacter le niveau des dépôts avec la revalorisation attendue. Dans les autres pays 'core Europe' nous en voyons seulement les prémices. On voit une concurrence féroce entre les banques pour conserver les dépôts avec des niveaux de rémunération importante; notamment en Italie où d'ailleurs la dépendance au TLTRO reste importante.

Hoarau: Quelques précisions, sur les covered bonds, 2022 est une année de choc d'offre. On passe de €90 milliards à plus de €200 milliards. 2023 sera une année relativement stable mais tout aussi dense qu'en 2022, poussée notamment par l'Allemagne, Le Canada et la France qui devrait contribuer à eux seuls pour la moitié des volumes.

Bidet: Nous allons aussi voir un phénomène de diversification. Certains émetteurs bancaires sont conscients d'arriver à des niveaux de saturation chez certains investisseurs et cherchent à se diversifier sur différentes monnaies. Ils pensent aussi davantage aux placements privés pour permettre de toucher des poches différentes d'investisseurs. Il y a un effort de diversification qui est très fort.

Gwenaëlle Lereste: On partage totalement la vue de Cécile sur les grandes tendances même si à la marge nous sommes un peu plus négatif sur la tendance des senior préférés (SP). Pourquoi ? La première chose, je vais d'abord parler des covered bonds (CB). Pendant des années, quand on prend en compte CB et SP, finalement ce n'était pas la classe d'actifs que l'on regardait sur les financières puisqu'on était collé à la réglementation bancaire. Je rappelle que pendant des années nous avions d'une part « funding + excess liquidity » qui nous étaient offerts par les banques centrales (donc on ne regardait pas), et d'autre part, les grandes banques (comme BNPP, Santander) qui couraient après la constitution des poches TLAC/MREL et une optimisation de la structure capitalistique via le CET1, l'AT1 et le Tier 2. Pour les banques, le recours au marché « wholesale funding » n'était pas uniquement lié au refinancement de l'économie (liquidité + funding) mais plutôt « ticker les box réglementaires ».

Avant de rentrer dans le vif du sujet du SP, la question est relativement simple: est-ce que les banques sont encore « drivées » par cet aspect réglementaire. La réponse est non. Le TLAC/MREL c'est terminé, et je trouve qu'en 2022 on l'a très bien vu, on commence à avoir cette optimisation coût de funding/accès marché primaire. Puisque les objectifs de constitution des ressources MREL (subordonné)/TLAC sont atteints, le secteur bancaire a privilégié depuis l'été 2022 la dette SP (switch SNP vers SP) – un coût de refinancement moins chère tout en remplaçant progressivement la liquidité/le refinancement banques centrales par le wholesale funding.

Pour répondre à la question de Vincent, je pense qu'il faut d'abord vérifier que toutes les poches réglementaires ont été remplies et j'optimise. Ça c'est sur l'aspect senior non préféré et l'aspect senior préféré. Peut-être aussi faire un petit parallèle avant de parler plus du senior préféré, je vais peut-être parler de la dette Tier 2 + AT1. En effet, nous avons vu de nouvelles tendances depuis l'été 2022, qui pose questions sur 2023. On commence à avoir des banques - qui ont un MDA plutôt confortable/un ratio CET1 solide – qui préfèrent ne pas optimiser leur AT1/Tier 2 et couvrir le shortfall par le CET1. La question a d'ailleurs été posée durant le séminaire « 2023 regulatory angle », et les régulateurs ont confirmé qu'il n'y avait pas d'interdiction du point de vue approche réglementaire de refinancer un Tier 2/AT1 par le CET1. Je pense que cette tendance observée en 2022 devrait continuer en 2023.

Boiral: Pourquoi les banques font ce choix? Ça leur revient beaucoup plus chère ?



Gwenaëlle Lereste
Senior Credit Analyst – Financials
Crédit Agricole CIB

Lereste: Ou pas, quand tu t'appelles BBVA et que tu as un CET1 au-dessus du capital minimum réglementaire/un MDA solide, et que tu as l'aspect Turquie qui pèse sur le coût de refinancement, tu peux aussi te poser la question.

Bidet: Commerzbank aussi

Boiral: mais cela reste des cas particuliers.

Lereste: Je suis d'accord avec toi, mais des cas particuliers, tu commences à en avoir un petit peu plus. KBC est aussi un cas particulier très bien noté. Cette tendance est assez nouvelle et fait suite au choc de l'été. C'est un discours que je n'avais pas entendu depuis longtemps.

Sur la partie SP et CB, 2023 est une année liquidité/funding surtout dans un environnement économique incertain. Nous sommes tous d'accord autour de cette table que les CB vont rester dynamique en 2023. 2022 est une année de rattrapage après une décennie où le SP et CB étaient une classe d'actif en désuétude. Tout comme en 2022, c'est le retour en grâce des SP (et CB) dans une année où la liquidité/ refinancement est un facteur clé.

Hoarau: Comment les dynamiques des programmes de rachat BCE impactent-elles les valorisations sur les différentes classes d'actifs?

Harreau: On en saura plus en décembre mais la BCE va devoir piloter finement son QT. Je pense que la volonté de la BCE aujourd'hui est de resserrer les swap spreads donc de libérer des titres surs et de très bonne qualité. Donc on va avoir en priorité des non réinvestissements au cours de 2023 sur le secteur public. Et cela risque de créer un choc sur le marché des taux car c'est la première fois depuis 2014 que la BCE ne va pas acheter plus que ce qui est émis en net sur les dettes souveraines. Pour la première fois vous allez avoir une BCE qui désinvestit et qui va acheter le moins possible de dettes souveraines allemandes. L'attitude de la BCE sur les actifs privés va être encore plus intéressante. On assiste à une BCE qui verdit son CSPP depuis Octobre 2022. Si elle arrête de réinvestir son CSPP à partir de mars 2023 cela veut dire que sa grande politique de verdissement de son bilan aura duré 6 mois et représenté une vingtaine de milliards d'euros seulement. Donc je pense que pour des raisons de crédibilité et d'image, la BCE ne peut pas arrêter son CSPP car elle veut verdir son bilan. Donc à ce sujet je pense que les réinvestissements vont continuer sur les corporates au cours de l'année 2023. Sur les covered bonds – si j'étais la BCE – je pense que je me garderais une petite poche pour éventuellement réinvestir dans les covered bond. En 2014, la BCE réduit l'incitation pour les banques à émettre beaucoup de covered bonds et en même temps la BCE achète des titres covered bonds sur le primaire et sur le secondaire et réduisant d'autant le flottant. En 2023, c'est l'effet ciseau inverse qui va se produire. La BCE arrête ses TLTRO et incite les banques à émettre du covered bond. Au même moment, elle réalise des achats nets négatifs de covered bonds. Donc pour moi, c'est vraiment l'enjeu de la réunion de la BCE en décembre. Comment on resserre la politique monétaire sans avoir les effets collatéraux que sont les écartements des spreads corporate, l'arrêt du verdissement de la politique monétaire de la BCE et la destruction de la capacité du refinancement du secteur bancaire. Réduire son QE par les titres souverains et garder un peu de marge de manoeuvre pour investir en corporate et en covered bonds c'est mon pari quant à l'attitude de la BCE dans les prochains mois.

Hoarau: Comment les investisseurs appréhendent-ils le resserrement monétaire et ajustent les stratégies d'investissement?

Berthelot: On suit depuis longtemps chez Ostrum le « LCS ou liquidity cost score » (recherche quant de Barclays) qui est un moyen indépendant objectif

de mesurer la liquidité sur les marchés euro IG HY émergents et convertibles. Cette mesure du bid-ask moyen n'a fait qu'amplifier depuis le début de l'année, il a doublé presque, le pire niveau ayant été atteint juste avant l'annonce du CPI américain de mi-October. L'indicateur montrait des niveaux quasiment de crise. Cela va beaucoup mieux depuis 5 semaines. Pour autant on reste sur des niveaux de liquidité on va dire relativement tendus. On challenge toujours nos vendeurs chez nos dealers préférés sur le coût du bid-ask et je pense que le maintien d'inventaires à des niveaux faibles a été le résultat de situations périlleuses lorsqu'il s'agissait de hedger correctement les positions dans un contexte de volatilité sur les taux particulièrement forte. Le marché taux voire du crédit ayant été beaucoup plus volatile cette année je le rappelle que le marché des actions, avec le risque de base et de corrélation sur les spreads de crédit qui a été très compliqué. Est-ce que cela ira mieux l'année prochaine, bonne question. La réaction dans un premier temps a été simple chez nous. Sur les poches à beta élevé on a eu tendance à élever le niveau de liquidité, pour faire face à des rachats le cas échéant ou participer à des opportunités sur le primaire. C'est vrai que la liquidité n'est pas celle qu'on devrait avoir. On peut avoir sur la gestion des idées géniales mais si le secondaire ne suit pas on n'avance pas. Vous savez ce que je pense du primaire, c'est nécessaire mais pas suffisant. Si sur le secondaire on ne peut pas implémenter nos idées, cela conduit à une moindre génération d'alpha. C'est un sujet pour moi la liquidité secondaire.

Hoarau: Cécile, quel sera le type d'ajustements des émetteurs par rapport à leur plan de financement en 2023?

Bidet: Les banques, en plus d'une diversification en termes de devises, auront un séquençement particulier en 2023. Beaucoup ont déjà saisi la fenêtre de novembre 2022 pour se préfinancer, anticipant une activité matérielle en janvier et des conditions incertaines au premier trimestre. En conséquences, il est probable que les banques qui ont des besoins en baisse réalisent moins de 60-70% de leur plan de financement à fin juin. Elles anticipent une partie du financement plus facile à réaliser en H2 où la visibilité est jugée meilleure. On voit d'ailleurs que des mois comme novembre sont tout à fait actionnables, en témoigne les volumes émis cette année ce mois-ci.

Hoarau: Ou voyez-vous de la valeur en 2023 sur la structure de capital?



“Il y a un gisement intéressant de convexité positive dans les AT1”

Julien de Saussure

Senior Credit Portfolio Manager

Edmond de Rothschild Asset Management

De Saussure: Je gère un fond de subordonnées bancaires donc j'ai un tropisme assez naturel pour la dette subordonnée bancaire. Je peux être partout sur la structure de capital et faire de la dette senior est extrêmement dilutif pour nous. La remontée des taux et des spreads ainsi que le maintien de la NIP changent maintenant un peu la donne. On a également désormais davantage un biais vers des banques peut-être plus secondaires que les champions nationaux. Ensuite il faut faire attention car l'état d'avancement des programmes MREL n'est pas partout le même. Il y a beaucoup d'émissions senior qui poursuivent des objectifs MREL parce que ces banques n'ont pas d'objectifs de MREL subordonnés (élevés) donc là on considère qu'il y a de la valeur. Ce tropisme sur la subordination fait qu'on se concentre plus sur les spreads que sur les taux. On a l'impression que les taux vont être porteurs l'année prochaine mais on en est pas certain, donc ces instruments qui sont quasiment que du spread sur des durations très courtes je les trouve très intéressants. On avait une poche qui était de 0% en senior, donc on l'augmente à 3-4% sur des opportunités qui nous font soit du haut rendement très court soit plus de taux avec cette impression que le produit est plus sensible aux taux, pas comme sur un Tier 2 ou un Tier 1. Moi je regarde la partie senior avec grande attention. On parlait un peu plus tôt des covered bonds. C'est vrai que la tranche senior preferred est à la fois une variable d'ajustement en termes de volumes et également plus efficient en NSFR que du covered

bond dans le plan de financement. Enfin l'instrument peut permettre de remplir une case de MREL pour pas mal d'émetteurs. Donc le senior préféré coche pas mal de cases dans ce cas-là. Les émetteurs l'utilisent amplement et on voit pas mal de placements privés sur ce format senior préféré en format structuré. L'attractivité marginale peut être un amortissement à l'écartement qu'on attendrait des spreads en covered parce que vous avez d'autres canaux de transmission.

La partie AT1 pour des raisons de rendement nous paraît toujours attrayante et aussi parce qu'on a souffert sur les AT1 de la remontée des taux, car les spreads se sont bien tenus. Aussi faut-il voir si on regarde les instruments à leur première date de remboursement anticipée ou à perpétuité. En fait le gros des pertes sur les AT1 est une fonction du repricing à perpétuité et actuellement on a regonflé avec des AT1 avec des hauts coupons et spread élevés. On trouve en effet qu'il y a un gisement de convexité positive dans les AT1 qui est extrêmement intéressant parce qu'il y a beaucoup d'instruments qui sont pricés à perpétuité. Pour moi cela ne veut pas dire que l'instrument ne va pas être remboursé. Cela veut dire qu'il ne faudrait pas beaucoup de resserrement de spread pour qu'on fasse le mouvement inverse de repricing à la date de remboursement anticipée. Et on l'a vu ces dernières semaines. Nous n'avons pas d'appétence naturelle pour les instruments à low reset, mais je sais bien que la pratique de marché consiste à dire que ces instruments vont le plus performer si les spreads se resserrent. Sauf que nous considérons que ces instruments sont mal pricés au départ. Concrètement, les courbes de crédit ne sont pas réajustées réellement. La plupart des gens font des constructions sur la base d'une hypothèse de linéarité entre un différentiel de back-end et un YTC. En fait cette fonction n'est pas du tout linéaire. 100 bps de back-end ne vaut pas la même chose quand l'option est à la monnaie ou quand elle est en dehors de la monnaie. Donc nous considérons que les low reset sont mal pricés mais on les joue quand même parce qu'on sait que c'est ce segment qui peut performer. Je mets juste un peu de nuance sur ce que le marché appelle la convexité parce que les prix sont bas. Il y a des instruments dont les prix cash sont bas, et ma main à couper qu'ils ne seront pas remboursés au travers d'un cycle. Le sujet pour nous est plutôt de jouer la directionnalité du marché. Je pense que les spreads vont se resserrer donc je veux des instruments qui peuvent bénéficier de ce gamma et en même temps on veut des instruments qui soient correctement pricés. C'est pour cela que nos

préférences vont plutôt vers des instruments qui sont légèrement en dehors de la monnaie et qui peuvent se réajuster plus facilement. Voilà pour les AT1.

Sur les tier 2, concernant les politiques de call des Tier 2, nous on pense que c'est quand même là que le marché a subi la plus grosse déception parce que l'hypothèse en Tier 2 était que l'instrument serait remboursé par anticipation puisqu'il y a un mécanisme d'amortissement réglementaire. C'est exactement le même principe que pour le step-up en 2008 de Deutsche Bank. L'existence d'un step-up veut dire qu'au moment de l'émission de l'instrument l'option de call est d'ores et déjà dans la monnaie. Cela s'est transformé en une attente de call, hors on a bien vu que ce n'est pas comme cela que ça marche. Donc on fait le vrai calcul mathématique et on reste d'avis que beaucoup d'émetteurs qui ont beaucoup de Tier 2 et beaucoup de points de courbe adopteront une attitude au travers du cycle et rembourseront quand même par anticipation. Ensuite il y a les émetteurs plus petits qui n'ont qu'un seul point de courbe et mal refinancer leur Tier 2 peut avoir un impact significatif sur leur rentabilité. Malheureusement là le jeu est un peu plus incertain et le monde se divise en deux catégories. Il y a les bons et il y a les mauvais émetteurs mais je ne peux pas vous dire où est la frontière. C'est vrai qu'on a plutôt tendance à avoir une attitude constructive sur des callables Tier 2 pour des émetteurs à faible beta. Pour les plus petits émetteurs il faut faire les maths. Tout cela a aussi une conséquence sur les volumes d'émission. S'il n'y a pas de refinancement il n'y a pas de nouvelles émissions. Donc un impact sur les prévisions d'émissions. En Tier 1, offre primaire signifie besoin de refinancement. En Tier 2 c'est moins évident car il y a ce mécanisme d'amortissement et donc ce besoin intrinsèque de revenir. On a cet exemple d'Eurobank. Ils viennent compenser la perte d'amortissement du tier 2 détenu par l'Etat grec en revenant sur le marché primaire. Et on l'a vu également dans les offres d'échanges IFIS et éventuellement BCP. Il y a besoin de réémettre pour compenser cette perte liée à l'amortissement. Sur le Tier 2 high beta, il faut vraiment relier les considérations à l'histoire de crédit. Ce qu'on aime bien dans le tier 2 high beta c'est le fait qu'un pricing d'un tier 2 low beta c'est une considération de beta de marché. Il a été émis dans un moment de marché qui était serré. Les spreads se sont écartés et l'instrument n'est plus dans la monnaie. Un tier 2 high beta si vous croyez en l'histoire et au business plan de la banque, potentiellement le call sera dans la monnaie simplement parce que la banque aura délivré son plan d'affaire. Après c'était aussi notre conviction sur les banques grecques mais on s'est fait transpercé par le marché.

Auvity: L'investissement s'inscrit pour nous dans un équilibre de portefeuille qui répond à une thématique précise. Pourquoi on achète ? Par exemple, les covered bonds avant 2022 on considérait peu. Maintenant il y a une vraie thématique swap spreads, on achète des covered bonds et c'est un bon positionnement. Bien sûr on va regarder qui on achète, quelles sont les prévisions d'émissions etc. mais il y a une vraie thématique qui consiste à jouer les swap spreads et l'instrument correspond à ce besoin. Si je prends les extrêmes et les Tier 1 de l'autre côté. Cet actif n'est pas le cœur de notre univers d'investissement. C'est off benchmark c'est HY, beaucoup d'investisseurs ne veulent pas de cette relation actions/obligations. L'AT1 est donc un animal très spécifique. On regarde les AT1s comme une niche. Mais on va la regarder en valeur relative dans le marché par rapport à du HY corporate donc beaucoup de choses à considérer surtout sur les extrêmes. Après il y a plus le cœur de nos investissements, je veux dire SNP et Tier 2 même si sur le Tier 2 on a une problématique de rating, notamment pour ceux qui sont non IG et qui nous coûtent donc beaucoup plus cher en risque. En résumé, en ce moment on aime bien les extrêmes, les covered bonds du fait des swap spreads, et les AT1 pour des raisons de rendement absolu mais aussi de beta avec une valorisation intéressante versus le high yield pure.

Berthelot: Je partage la même vue. AT1 c'était 10% en début d'années sur nos fonds HY, rien avant l'été, aujourd'hui 20% sur cette poche même si beaucoup de gens pensent que l'AT1 n'a rien à faire dans les poches HY. Nous on pense que oui et on a remis un coup d'accélérateur quand on est passé au-dessus de 9% en rendement. Maintenant il va falloir être très vigilant et attendre de voir ce qui se passe parce que là aussi la performance a été très forte ces dernières semaines. En terme de sujets, le « non-call » c'est pas systémique, le marché est mûr donc je ne me fais pas de soucis. Covered Bond c'est intéressant on l'a dit pour jouer les swap spreads. Après le sujet c'est NPS versus Tier 2 particulièrement pour les émetteurs à faible beta. Pourtant les Tier 2 se sont fait éventrés cette année. Bref, il y a de l'intérêt sur toute la structure de capital. On regarde nos contraintes réglementaires. CB versus Senior Pref., NPS versus Tier 2. Moi j'aime bien les NPS. L'AT1 restera limité dans notre univers compte tenu de son appartenance à la classe HY et donc de nos limitations en termes de rating et de guidelines d'investissements.



“la vertu a un coût, c’est une dynamique qui ne va faire que croître”

Philippe Berthelot
CIO Credit & Co-CIO Fixed Income
Ostrum Asset Management

Boiral: Très clairement moi je vois de l’intérêt sur le primaire sur le Tier 2. Il y a beaucoup de valeur sur les 10NC5 compte tenu des niveaux de spreads absolus qui restent historiquement élevés malgré la récente dégrue. La probabilité que les instruments soient remboursés par anticipation est extrêmement forte dans l’ensemble. Si en plus cela nous permet de sortir des Tier 2 aux reset extrêmement bas, j’y vois beaucoup d’intérêt. Moi dans mes fonds classiques j’ai besoin de Tier 2 avec des niveaux de reset adaptés à la situation de marché actuelle. Par contre on ne suivra pas les syndicateurs sur les ajustements de back-end et les émissions ajustées sur le primaire des différentiels de reset. En tous cas pas en Tier 2. Certains investisseurs sont complaisants à ce sujet. Nous, nous ne le sommes pas.

Hoarau: On a vu un engouement important ces dernières années sur les formats d’émission ESG. La tendance de fond est très puissante. Comment évoluent les stratégies et programmes d’investissement?

Berthelot: La dynamique est colossale avec une ambition de plus de 90% de fonds labélisés ISR chez nous. Un quart du primaire corporate est green ce qui est énorme. Le sujet du « greenium » s’estompe compte tenu de l’évolution de sa valeur relative par rapport à l’évolution des taux et des spreads. Le greenium devient marginal et comme je le dis toujours : la vertu peut avoir un coût. On n’a pas assez d’obligations sociales en corporate. On en a beaucoup en agences et il continue à y avoir un besoin fort. Le

« greenisation » de notre marché financier à marche forcée parce qu’il y a des enjeux climatiques, j’aime ça. Ne plus financer les énergies fossiles c’est de bon ton. On a cette discussion avec nos clients et cette honnêteté intellectuelle qui consiste à dire que la restriction de l’univers d’investissement peut amener à des moindres rendements. Ne pas faire de « oil and gas » cette année a coûté cher par exemple. On l’assume même si cela nous coûte quelques bps. La vertu a un coût et c’est une dynamique qui ne va faire que croître. On apprend à avoir cette transparence / éthique en finance et on devient parfois orthodoxe pour ne pas dire que nous le sommes parfois même trop.

Ce que je souhaite également ajouter, c’est qu’il manque d’un label européen. Ensuite il peut y avoir chez nous des préférences entre sous classes d’actifs pour y positionner le label ISR ou non (ie vs SFDR art 8). A partir du moment où le travail est bien fait et je tiens à rappeler que c’est de l’auto déclaratif pour l’article 8 ou 9, tout nous va. Nous avons des équipes dédiées. Il faut de la technicité et de l’expertise et nous avons des personnes spécialisées en stratégie ESG. Nous souhaitons pouvoir montrer à tout moment que le score extra financier du portefeuille labélisé (et / ou art. 8) est supérieur à celui de l’univers d’investissement. Des indicateurs comme la densité carbone, les investissements durables sont particulièrement importants même s’il n’y a pas encore de définition commune à grande échelle.

Ce qu’il faut dire aux émetteurs, c’est de ne pas mentir. Y mettre le prix mais pas trop non plus parce qu’on a aussi des cibles de rendements et d’alpha qui faut respecter pour nos clients. Être vert c’est bien mais on ne peut pas oublier cet élément lié à la performance financière. Je pense personnellement que beaucoup de gros clients institutionnels vont être davantage focalisés par la performance extra financière d’ici 3 à 5 ans comparativement à l’élément purement financier. Cette dimension est colossale et les émissions vertes sont les bienvenues partout tant que cela s’inscrit dans un cadre cohérent. C’est le « use of proceeds » au final que les investisseurs et les analystes vont regarder de très près.

Bidet: Les banques commencent à publier des cibles sectorielles ce qui va faciliter le travail des analystes.

De Saussure: J’ai une vue un tout petit peu différente. Je gère également un fond label ISR qui est cross asset crédit mais qui fonctionne par exclusion, avec la méthodologie qui a été validée avec le certificatory 1. Dans ce contexte, je n’ai pas d’intérêt marginal à acheter des émissions green. C’est uniquement la note de l’émetteur qui compte.

Et pour moi c'est une aberration de forcer à l'exclusion dans un portefeuille obligataire. Mes collègues actions ont des portefeuilles avec 30 noms. Faire de l'exclusion quand on a 200 lignes dans un portefeuille obligataire cela devient très compliqué. Tant qu'on n'arrive pas à forcer dans les textes réglementaires la création d'un bénéficiaire marginal à acheter un format obligataire green, SLB ou quel qu'il soit, à mon avis on n'avancera pas.

Après globalement j'aime beaucoup les Tier 2 green, car ex-post je m'aperçois que ce sont des titres qui se comportent toujours mieux. Ils capturent une demande particulière et en risque ajusté je m'y retrouve toujours.

Berthelot: Attention, précision sémantique : à ce jour le label ISR français ne donne pas de primes à avoir des obligations durables mais attention au 1.1.2023 avec le reporting exigé des PAIs concernant les fonds on pourra voir sur ce que tu as en empreinte carbone, en green, SLB, social etc. Tu vas avoir des clients qui vont te demander un minimum de x pourcent de ton fonds et même si le label ne l'exige pas jusqu'à présent, son évolution et le SFDR level 2 inciteront un alignement croissant à être encore plus vertueux.

De Saussure: Très bien, mais il existe également un débat entre « use of Proceeds » et KPI. Si la BCE a bien comme objectif de greeniser l'économie, il y a beaucoup de secteurs qui ne pourront pas faire du « use of proceeds », beaucoup d'entreprises de services par exemple. Donc concrètement les foncières, les banques, les utilities ont un avantage concurrentiel. Ensuite si on va sur des constructions types SLB cela a quand même des conséquences sur les tranches de capital, car pour moi le SLB n'est pas compatible avec du capital pour les problématiques de step-up, et on a déjà eu de longs débats assez similaires sur les AT1 green. Donc on crée un avantage concurrentiel énorme pour les banques. Enfin, il y a aussi un autre élément: le greenium repose sur un élément de rareté, et il y a un acheteur marginal qui est la BCE. Maintenant si on a EU NG qui arrive en format green, est-ce qu'on ne résout pas le problème mais dans l'autre sens !

Hoarau: Ce n'est qu'une question de temps !

Boiral: Moi je pense que l'évolution actuelle c'est plutôt celui d'un marché qui est en train de se segmenter. On a des thématiques green avec des fonds green qui investissent dans des obligations green, c'est clair et parfaitement identifié. Le client sait ce qu'il achète et sait ce dont il peut se priver et pour le reste, on a des fonds ESG qui se font souvent sous nos propres méthodes et dans lesquels on peut mettre du green, du SLB, en

gros ce que l'on veut en fonction de nos méthodes dédiées. Les deux sont totalement différentes mais l'investisseur sait ce qu'il achète.

De Saussure: Et un fonds green bond à priori devrait être éligible complètement à l'article 9, éligible de par ses caractéristiques. Tout simplement par ce qu'on a créé un fond qui répond aux contraintes réglementaires et qui est pensé comme étant purement pour la gestion l'obligataire. Enfin juste pour terminer sur les problématiques ESG, je voudrai parler de l'acheteur assurantiel, où je pense qu'il y a également un sujet. Côté achat d'actifs, ce type d'investisseurs ne sont pas prêt à payer la greenium. Les gros assureurs peuvent sourcer du green ailleurs mais les plus petits assureurs qui n'ont pas la surface pour sourcer des actifs réels verts, ils vont essayer d'atteindre leur cible en achetant des obligations vertes.

Hoarau: Il faut également avoir en tête lorsqu'on appréhende la valorisation des émissions vertes par rapport aux émissions conventionnelles le fait que sur le marché secondaire, les teneurs de marchés auront toujours une inclinaison moins forte à shorter des obligations vertes. D'où des courbes vertes généralement plus serrées et moins volatiles.

Hoarau: Enfin Cécile, sur la partie réglementaire quels sont les grands enjeux pour 2023?

Bidet: Je vois quatre grands axes réglementaires qui impacteront 2023:

La finalisation de Bale 3, en Europe CRR III/CRD VI, avec des vues divergentes entre le Conseil européen et le Parlement européen (niveau d'application de l'output floor, période de transition, risques ESG et leur prise en compte dans les actifs pondérés, risques ESG). Ceci aura un impact à la hausse sur les exigences en capital et pourra modifier les business modèles de certaines banques.

La revue macro-prudentielle du cadre réglementaire des coussins additionnels (la possibilité d'un Counter Cyclical neutre à un niveau positif de 2%, revue des coussins G-SII et O-SII). Les exigences en capital pourraient augmenter mais devraient rester modestes, certaines mesures en contre balançant d'autres.

La revue de la CMDI, Crisis Management and Deposit Insurance. L'objectif principal est de trouver une solution à la résolution des banques de taille moyenne et de rendre la contribution du Deposit Guarantee Scheme (DGS) plus simple. L'introduction d'une préférence européenne des dépôts (qui deviendraient senior au Senior Preferred) et la contribution di DGS pour pallier la différence avec les 8% de TLOF

Enfin, le traitement des risques ESG dans le cadre prudentiel. La BCE prend déjà en compte certains risques ESG dans la calibration des piliers 2R et 2G mais la proposition du Parlement européen voulant même une pondération à 1250% pour les nouvelles expositions aux ressources fossiles pourrait avoir un impact matériel sur l'activité des banques.

Hoarau: Quels enjeux et challenges pour la vente obligataire en 2023 dans un possible contexte de fragmentation du crédit en 2023?



"l'alignement des franchises primaires et secondaires est un élément essentiel"

Marjolaine Marzouk

Head of the Credit Sales for France, Belgium, Luxembourg and Switzerland
Crédit Agricole CIB

Marzouk: L'année 2022 a été une année particulièrement délicate à piloter avec nos clients investisseurs du fait de la volatilité et du mouvement de repricing des taux et des spreads de crédit qui ont conduit à des performances historiquement dégradées.

Si ces sous-performances ont généré des décollectes, celles-ci ont été limitées par rapport à ce que l'on aurait pu craindre. Ceci étant notamment lié au manque d'alternatives vers d'autres classes d'actifs risqués comme les actions, l'immobilier, les marchés émergents ou même le private equity et la dette privée également sinistrés dans un contexte de démarrage du resserrement monétaire. Le repricing du crédit a souvent rendu les valorisations attractives générant également des inflows et des redéploiements de cash sur le crédit.

En effet, on a assisté à des comportements à la fois prudents et opportunistes dénotant une fragmentation du marché du crédit avec plusieurs tendances telles que la recherche de qualité et de liquidité sur les marchés primaires et secondaires.

On a souvent observé une forte différenciation selon les régions, les émetteurs, ou la fréquence des apparitions sur le primaire. Avec de plus en plus de 'stock picking' et de RV sur la courbe alors que les investisseurs recherchent de l'alpha pour générer de la performance. L'expertise et l'expérience redevenant centrales pour naviguer dans ces marchés.

Les challenges et objectifs pour 2023 chez nous ? poursuivre le marketing actif des transactions primaires. Nous mettons à disposition des émetteurs moins fréquents au sein de notre plateforme de distribution pour leur faciliter l'accès au marché. Roadshows, speed dating, conférences en partenariat avec nos équipes DCM et de syndication. Sur le secondaire, nous renforçons notre présence sur le crédit. C'est un axe de développement stratégique pour mieux servir nos clients investisseurs. Poursuivre l'alignement des franchises primaires et secondaires est donc un élément essentiel dans le développement commercial pour 2023. La recherche, l'ESG et la collaboration des partenaires internes dans l'organisation d'événements comme celui qui nous rassemble aujourd'hui me semblent essentiels. Bref, continuer de faire la démonstration de l'alignement de la chaîne crédit chez CACIB, c'est en haut de la liste de mes priorités.



committed to your SUCCESS

JANUARY 2022

CRÉDIT AGRICOLE S.A.
CRÉDIT AGRICOLE S.A.
USD 1,250,000,000
 4.750% Additional Tier One Long PerpNC7
USD 1,000,000,000
 2.015% Senior Preferred Due 2027
Sole Bookrunner, Global Coordinator & Structuring Advisor

JANUARY 2022

BMO
BANK OF MONTREAL
EUR 2,750,000,000
 0.125% Covered Bond Due 2027
Joint Bookrunner

JANUARY 2022

CAISSE FRANÇAISE DE FINANCEMENT LOCAL (CAFFIL)
EUR 750,000,000
 0.375% Covered Bond Due 2032
EUR 500,000,000
 0.625% Covered Bond Due 2042
Joint Bookrunner

MARCH 2022

STADSHYPOTEK AB
EUR 1,600,000,000
 Consent Solicitation to change the asset pool consisting of Finnish loans and mortgages and other assets, to an asset pool consisting of Norwegian loans and mortgages and other assets
Solicitation Agent

MAY 2022

Berlin Hyp
BERLIN HYP AG
EUR 750,000,000
 1.750% Social Mortgage Covered Bond Due 2032
Joint Lead Manager & Co-Structuring Advisor

AUGUST 2022

INTESA SANPAOLO S.P.A.
EUR 1,000,000,000
 4.750% Green SNP Bond Due September 2027
Joint Bookrunner

AUGUST 2022

ING GROEP N.V.
EUR 1,000,000,000
 4.125% 11NC6 Green Tier 2 Bond Due 2033
Joint Bookrunner

SEPTEMBER 2022

MACQUARIE BANK
EUR 600,000,000
 2.574% Covered Bond Due 2027
Joint Bookrunner

NOVEMBER 2022

MetLife
METROPOLITAN LIFE GLOBAL FUNDING I
EUR 750,000,000
 3.750% Funding Agreement-Backed Notes Due 2030
Joint Bookrunner

www.ca-cib.com

DISCLAIMER

This material has been prepared by a member of the Front Office department of Crédit Agricole Corporate and Investment Bank or one of its affiliates (collectively "Crédit Agricole CIB"). Front Office personnel are not part of the research department and this material does not constitute "Investment Recommendations" as defined under the Market Abuse Regulations (MAR). It does not constitute research as considered by the Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II). This material is provided for information purposes only. It is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any financial instruments and has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is not intended to provide legal, tax, accounting or other advice and recipients should obtain specific professional advice from their own legal, tax, accounting or other appropriate professional advisers before embarking on any course of action. The information in this material is based on publicly available information and although it has been compiled or obtained from sources believed to be reliable, such information has not been independently verified and no guarantee, representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This material may contain information from third parties. Crédit Agricole CIB has not independently verified the accuracy of such third-party information and shall not be responsible or liable, directly or indirectly, for any damage or loss caused or alleged to be caused by or in connection with the use of or reliance on this information. Information in this material is subject to change without notice. Crédit Agricole CIB is under no obligation to update information previously provided to recipients. Crédit Agricole CIB is also under no obligation to continue to provide recipients with the information contained in this material and may at any time in its sole discretion stop providing such information. Investments in financial instruments carry significant risk, including the possible loss of the principal amount invested. This material is not intended to forecast or predict future events. Past performance is not a guarantee or indication of future results. Any prices provided herein (other than those that are identified as being historical) are indicative only and do not represent firm quotes as to either price or size. Financial instruments denominated in a foreign currency are subject to exchange rate fluctuations, which may have an adverse effect on the price or value of an investment in such products.

None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party without the prior express written permission of Crédit Agricole CIB. This material, in whole or in part, is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity domiciled or resident in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable laws or regulations of such jurisdictions. No liability is accepted by Crédit Agricole CIB for any damages, losses or costs (whether direct, indirect or consequential) that may arise from any use of this material.

United States of America: The delivery of this material to any person in the United States shall not be deemed a recommendation to effect any transactions in any security mentioned herein or an endorsement of any opinion expressed herein. Recipients of this material in the United States wishing to effect a transaction in any security mentioned herein should do so by contacting Credit Agricole Securities (USA), Inc.

Regulatory Disclosure: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is authorised and regulated by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (the "ACPR") and supervised by the European Central Bank (the "ECB"), the ACPR and the Autorité des Marchés Financiers (the "AMF") in France. Crédit Agricole Corporate and Investment Bank London is authorised by the Prudential Regulation Authority and subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the FCA and the PRA are available from Crédit Agricole Corporate and Investment Bank London on request.

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is a public limited company ("société anonyme") under French law, incorporated in France under SIREN number 304187701 at the Nanterre Trade and Companies Registry, with limited liability and its head office address at 12, Place des États-Unis, CS 70052, 92547 Montrouge Cedex, France. It is registered in England and Wales as an overseas company at Companies House under company number FC008194, with a UK establishment at Broadwalk House, 5 Appold Street, London, EC2A 2DA, United Kingdom (UK establishment number BR001975).

©2022, CRÉDITAGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK. All rights reserved.