

Apprendre à vivre avec des CoCos non remboursées

Le 15 | 03 | 2022

On nous a récemment demandé si certains calls de CoCos Additional Tier 1 pouvait risquer de ne pas être exercés au cours des mois à venir et si les taux/rendements plus élevés constituaient un obstacle au refinancement des CoCos AT1. Pour faire court, nos réponses sont respectivement : 1/ oui, on peut s'attendre à ce que des calls ne soient pas exercés, et c'est plutôt un non-événement en fait ; et 2/ non, ce qui compte, c'est le spread des CoCos, pas leur rendement ou le niveau des taux de base. Concentrons-nous sur ces questions pour démontrer pourquoi les « non-calls » sont amenés à devenir de plus en plus courants et pourquoi ce n'est pas un obstacle à la performance des obligations, ni à leur portage.

1/ Comment fonctionnent les calls de CoCo AT1?

a/ Le raisonnement économique du call sur une obligation CoCo

Les CoCos AT1 sont des instruments réglementaires qui comptent comme des fonds propres tier 1 (d'où leur nom !), qui peuvent être remboursés sous réserve que le call soit approuvé par le régulateur de la banque. En principe, **les obligations ne peuvent être remboursées que si elles ont déjà été refinancées à un coût inférieur ou similaire** ou si la banque les a remplacées par un montant équivalent de capital de meilleure qualité (c'est-à-dire des fonds propres ordinaires dit Common Equity Tier 1). En tant que tel, il n'y a pas d'incitation directe pour l'émetteur à racheter l'obligation si elle n'a pas été remplacée par un instrument de capital similaire.

Les émetteurs s'efforcent généralement de refinancer leurs CoCos chaque fois qu'ils le peuvent, parfois jusqu'à 6 à 12 mois avant une prochaine date de rachat. Leur idée est de sécuriser leur financement avec une nouvelle obligation à un coût similaire ou inférieur à celui de l'instrument existant tout en rassurant les investisseurs quant à l'exercice du call sur leur CoCo existante. Santander n'avait pas réussi à refinancer l'une de ses CoCos au T1 2019 et a donc dû la prolonger (ils l'ont finalement remboursée par la suite lorsqu'ils ont pu la refinancer à moindre coût). **Les non-rachats se produisent généralement quelque temps après ou pendant une période de tension sur le marché, lorsque les émetteurs ne peuvent pas accéder correctement aux marchés primaire à un coût décent.** C'est ce qui s'est passé lors de la crise de la Covid-19, lorsque Deutsche Bank, Aareal Bank et Lloyds Banking Group ont décidé de ne pas exercer le call sur leurs CoCos AT1 respectives, au deuxième trimestre 2020. Afin d'éviter les frictions potentielles sur les prix lors d'un call à venir, plusieurs émetteurs ont inclus dans leur documentation la possibilité d'exercer le call sur une fenêtre de 6 mois plutôt qu'un jour précis. Il s'agit d'un ajustement de prospectus bienvenu, mais qui ne s'appliquera qu'aux souches dont les dates de remboursement sont lointaines, puisqu'il a été introduit pour la première fois en 2019.

Répartition des calls et des non-calls sur les AT1 des banques européennes¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Nombre d'obligations	4	13	22	18	22
- call	4	12	19	18	9
- non call	0	1	3	0	0
% call	100%	92%	86%	100%	41%
Somme totale des AT1s call (en mds \$)	6.475	15.2	23.8	24.3	7.7

b) Ce sont les spreads qui comptent, pas les taux

Voyons maintenant pourquoi **les taux et les rendements n'ont pas vraiment d'importance pour l'exercice des calls de CoCos**. Les banques gèrent leur bilan sur la base de taux variables. Cela signifie que la plupart, sinon la totalité, des actifs et passifs à taux fixe sont généralement swapés contre du taux variable. **La banque ne raisonne pas en termes de rendement pour déterminer si elle doit ou non racheter une obligation, mais plutôt en termes de spreads, puisque la composante taux est systématiquement swapée**. La logique économique du call devient alors une question de détermination de l'option la moins chère entre le refinancement (c'est-à-dire l'émission d'une obligation à un nouveau spread sur le taux de swap) ou le maintien de l'existant, dont le coupon sera réinitialisé selon une formule déterminée.

Les CoCos sont émises à un coupon fixe jusqu'à la première date de call, qui est la somme d'une composante de taux et d'une marge sur ce taux (le « spread »). Afin de simplifier notre démonstration, disons que la composante taux est le taux swap à 5 ans de la devise d'émission². Ajoutez simplement le spread à l'émission et vous obtenez le rendement à l'émission (et le rendement à l'émission = le coupon, si le prix d'émission est de 100 %). La documentation pour toutes les CoCos du monde est similaire sur la composante spread : c'est toujours le spread sur le swap à l'émission qui sera utilisé pour la réinitialisation du coupon si l'obligation n'est pas appelée. On l'appelle communément « reset spread » (spread de réinitialisation) ou « back-end spread » (spread de fin de période). Autrement dit : **coupon après call non exercé = taux swap + spread à l'émission**.

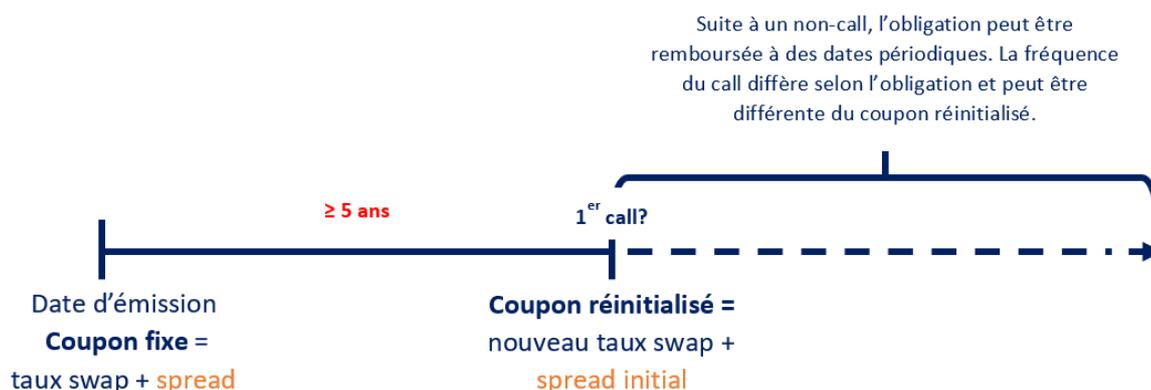
À titre d'illustration, la **CoCo libellée en euro de Raiffeisen Bank International (RBI) remboursable en décembre 2022** porte actuellement un coupon fixe de 6,125 % jusqu'à sa première date de remboursement. Au moment de l'émission, en 2017, ce coupon avait été déterminé comme le taux swap à 5 ans à l'époque + un spread de 5,954 % sur ce taux, équivalant ainsi à rendement/coupon de 6,125 %. Pour déterminer si RBI sera capable d'appeler cette obligation, il faut comparer le coût théorique de l'émission d'une nouvelle CoCo aux conditions actuelles du marché par rapport au fait de ne pas rembourser la CoCo existante et de considérer que son coupon réinitialisé sera : taux swap 5 ans à la date de call + le spread au moment de l'émission (c'est-à-dire 5,954 %). Avec le taux swap à 5 ans actuellement à +0,75 % (selon Bloomberg) au moment où nous écrivons ces lignes, cela donnerait un coupon théorique d'environ 6,7 % (sous réserve du niveau auquel le taux swap se négociera en décembre 2022). Pour cette obligation en particulier, le coupon ne peut être réinitialisé que tous les cinq ans, tandis que l'obligation sera remboursable tous les 6 mois après la première date de remboursement. Là encore, le spread à l'émission est celui qui sera obligatoirement utilisé, dans tous les cas, comme « reset spread » sur la formule du coupon. **Pour que cette obligation soit appelée, RBI devrait être en mesure de fixer le prix d'une nouvelle CoCo avec un coût après**

¹ Sources: Bloomberg, La Française. Données au 15/03/2022.

² Pour la quasi-totalité des AT1 libellées en euro, la composante taux utilisée par les banques est le taux du swap à 5 ans en euro (EUSA5 sur Bloomberg), quelle que soit la date de call de l'obligation. Pour les CoCos libellées en dollar, il existe principalement deux bases tarifaires utilisées par les émetteurs à travers le monde : le taux de swap américain à 5 ans (USSW5) et le taux à échéance constante du Trésor à 5 ans (H15T5Y). Des exceptions existent pour plusieurs obligations, selon l'émetteur ou son pays d'émission.

réinitialisation qui soit proche de, ou inférieur à, son niveau existant. Ces conditions ne peuvent pas être remplies de manière réaliste pour le moment, d'où la décote du prix en dessous du pair.

Illustration simplifiée du fonctionnement des calls et de la réinitialisation des coupons pour les CoCos AT1.



Source: La Française

Cela montre la manière dont nous évaluons les calls potentiels par rapport aux non-calls pour les CoCos AT1 : en comparant les niveaux actuels des spreads sur le taux swap avec ce que l'on appelle le « reset spread » (c'est-à-dire le spread qui servira de base à la formule du coupon réinitialisé). C'est la raison pour laquelle le niveau des rendements n'a pas vraiment d'importance en soi. **Les banques pensent en termes de spreads, et les investisseurs en CoCos devraient faire de même.**

Une manière simplifiée d'évaluer l'option d'achat d'une CoCo serait de comparer son spread actuel (soit I-spread soit Z-spread) avec le « reset spread ». **Si le Z-spread actuel (c'est-à-dire le niveau de trading) est supérieur au « reset spread », alors l'option de call peut être considérée comme hors de la monnaie.** Et si vous voulez simplifier encore plus, disons simplement que si le prix de l'obligation se négocie en dessous du pair (100 %), alors l'option de call est hors de la monnaie, quelle que soit la date de call. La réalité est un peu plus complexe, mais c'est ainsi que la plupart des CoCos se négocient depuis environ cinq ans.

2/ L'état actuel du marché des CoCos

a/ Calls à venir

Données de marché des CoCos AT1 européennes remboursables avant la fin du S1 2023, triées selon leurs prochaines dates de call³

Emetteur	Devise	Date de call	Coupon	Prix au mid	Reset spread	Annonce de call?
SWEDBANK AB	USD	17/03/2022	6	100.061	410.6	Oui
DNB BANK ASA	USD	26/03/2022	6.5	100.055	508	Oui
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS	EUR	30/03/2022	10.75	100.332	1092.5	Oui
STANDARD CHARTERED PLC	USD	02/04/2022	7.5	100.295	630.1	Oui
DANSKE BANK A/S	EUR	06/04/2022	5.875	100.299	547.1	Oui
ING GROEP NV	USD	16/04/2022	6.875	100.261	512.4	Oui
BANCO SANTANDER SA	EUR	25/04/2022	6.75	100.601	680.3	Oui
DEUTSCHE BANK AG	EUR	30/04/2022	6	100.325	469.8	Oui
AAREAL BANK	EUR	30/04/2022	6.641	97.647	718	Non
SKANDINAVISKA ENSKILDA	USD	13/05/2022	5.625	100.329	349.3	Oui
BANCO DE SABADELL SA	EUR	18/05/2022	6.5	100.215	641.4	Non
BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	EUR	24/05/2022	5.875	100.405	577.9	Non
UNICREDIT SPA	EUR	03/06/2022	9.25	101.217	930	Non
BNP PARIBAS	EUR	17/06/2022	6.125	100.538	523	Non
SANTANDER UK GROUP HLDGS	GBP	24/06/2022	7.375	100.176	554.3	Non
CAIXABANK SA	EUR	18/07/2022	6	100.504	581.9	Non
BARCLAYS PLC	GBP	15/09/2022	7.875	101.116	609.9	Non
HSBC HOLDINGS PLC	EUR	16/09/2022	5.25	100.234	438.3	Non
BANCO DE SABADELL SA	EUR	23/11/2022	6.125	99.295	605.1	Non
VIRGIN MONEY UK PLC	GBP	08/12/2022	8	100.86	652.66	Non
SHAWBROOK GROUP	GBP	08/12/2022	7.875	96.369	675.2	Non
RAIFFEISEN BANK INTL	EUR	15/12/2022	6.125	80.6	595.4	Non
BARCLAYS PLC	GBP	15/03/2023	7.25	101.328	673.86	Non
HSBC HOLDINGS PLC	USD	23/03/2023	6.25	99.435	345.3	Non
STANDARD CHARTERED PLC	USD	02/04/2023	7.75	102.676	572.3	Non
IBERCAJA BANCO SA	EUR	06/04/2023	7	101.346	680.9	Non
DEUT PFANDBRIEFBANK AG	EUR	28/04/2023	5.75	97.048	538.3	Non
UNICREDIT SPA	EUR	03/06/2023	6.625	101.363	638.7	Non
LLOYDS BANKING GROUP PLC	GBP	27/06/2023	7.625	100.68	528.66	Non

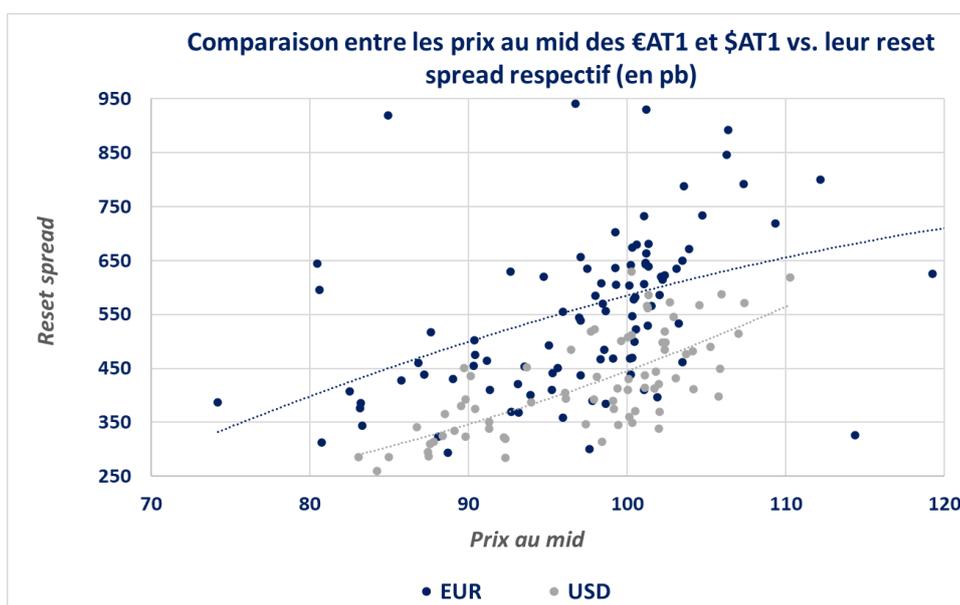
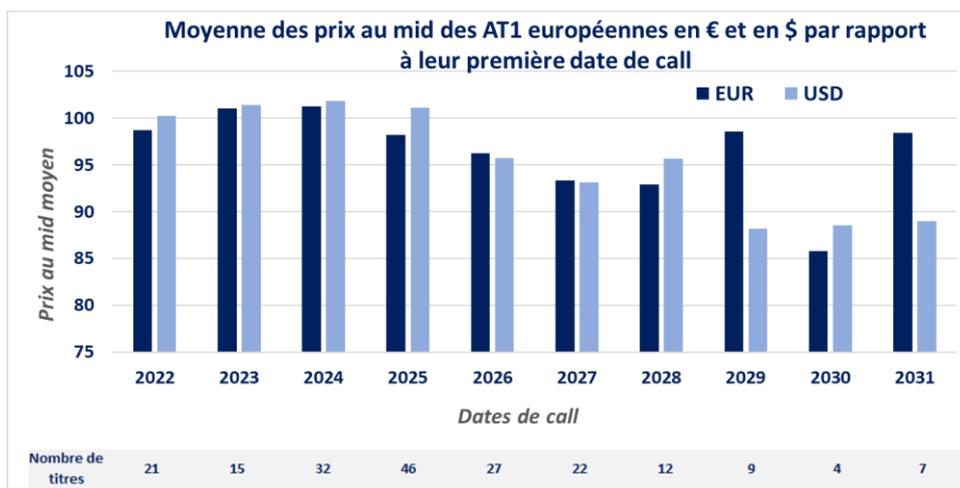
Les prix des CoCos AT1 ont souffert ces derniers mois et leurs spreads en ont été affectés. Plusieurs souches, qui n'ont pas encore été refinancées, voient leur date de call arriver au cours des prochains trimestres. **Certaines se négocient déjà en dessous du pair et voient l'hypothèse de ne pas être remboursées devenir davantage probable** (Aareal Bank, Raiffeisen, Banco Sabadell, Deutsche Pfandbriefbank...). D'autres se négocient à des niveaux proches ou au-dessus du pair, car elles ont déjà été refinancées ou les investisseurs laissent plus de temps à l'émetteur pour le faire avant qu'il ne se rapproche de la date de call (BBVA, BNP Paribas, HSBC...). Certaines obligations ont des coupons et des « reset spreads » si élevés que leur option de call semble toujours dans la monnaie (call UniCredit 9,25 % juin 2022, par exemple, avec un reset spread de 9,30 %) et les investisseurs seraient très satisfaits du coupon théorique « réinitialisé ».

L'objectif de cet article n'est pas d'évaluer la probabilité de call d'une CoCo ou d'une autre, mais plutôt d'affirmer que le marché s'attend à ce que plusieurs obligations ne soient pas remboursées à la date de call. La question devient alors : le non-exercice des calls affectera-t-il les valorisations des autres CoCos ?

³ Sources: Bloomberg, La Française. Données au 15/03/2022. Les prix sont purement indicatifs.

b/ Les non-calls sont déjà intégrés dans les cours actuels des CoCos

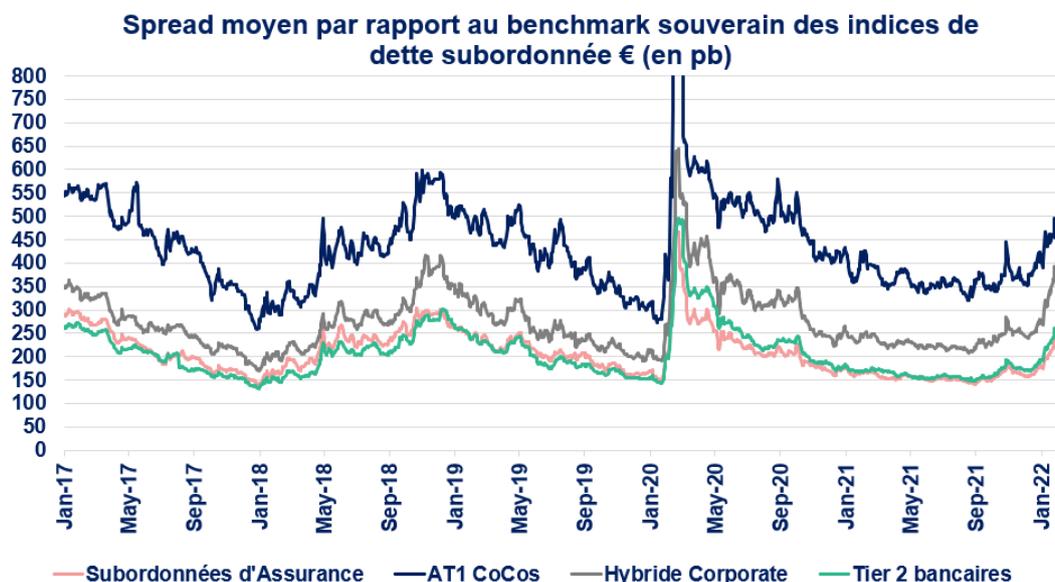
La réponse à la question ci-dessus est : pas à notre avis. **Le non-exercice des calls est déjà intégré dans les valorisations actuelles des CoCos.** Cela se reflète dans leurs prix (lorsqu'ils se négocient en dessous du pair) et dans leurs spreads (lorsque leur Z-spread se négocie au-dessus du « reset spread ») de l'obligation. Bien sûr, les exercices de call ne peuvent être certains que lorsqu'ils sont annoncés par les émetteurs (généralement entre un et trois mois avant la date de call), mais les marchés considèrent qu'un call est certain lorsque le pair (100 %) constitue un prix plancher.



Sources: Bloomberg, La Française. Données au 15/03/2022. Les prix sont purement indicatifs.

De nos jours, la majorité des CoCos se négocient en dessous du pair, et le prix moyen des CoCos a tendance à diminuer à mesure que la date de remboursement s'éloigne (*voir le graphique ci-dessus*). Cela peut s'expliquer par le fait que le millésime le plus récent des nouvelles AT1 (celles émises au S2 2021 et en janvier 2022) présente généralement des « reset spreads » plus faibles en moyenne tout en obtenant des dates de call plus éloignées. **On peut constater la corrélation entre le « reset spread » et le prix d'une obligation : plus le « reset spread » (c'est-à-dire sa probabilité de call) est faible, plus son prix est bas** (*voir le graphique ci-dessus*). Nous en sommes arrivés à un point

où les probabilités de call comptent parfois bien plus que le risque de crédit intrinsèque d'un émetteur pour déterminer la volatilité d'une CoCo !



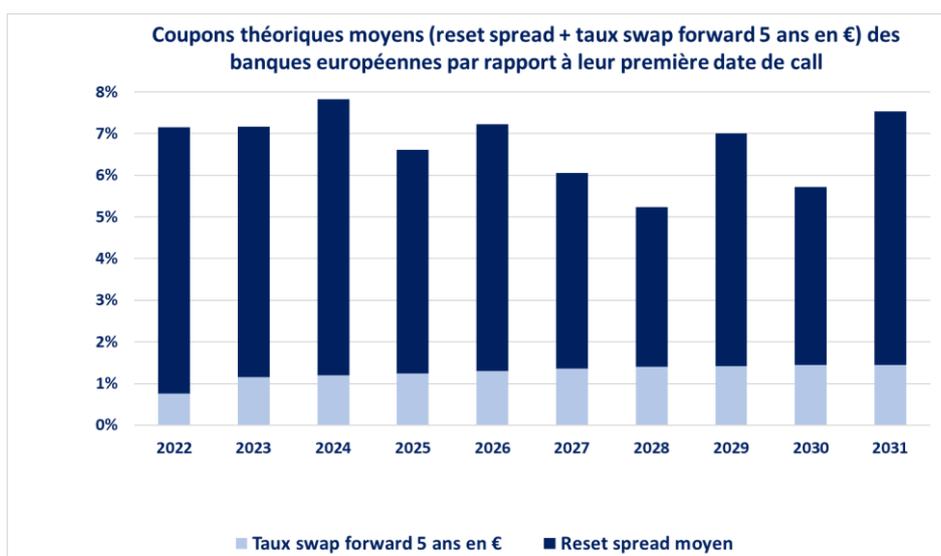
Remarque : les spreads sont exprimés ici par rapport à un taux souverain moyen et ne sont pas exprimés par rapport au taux swap.

Sources : Crédit Suisse, La Française, Bloomberg. Données au 14 mars 2022.

Étant donné que les valorisations actuelles intègrent déjà de faibles probabilités de remboursement en raison des spreads actuellement élevés sur les AT1, **les probabilités de call peuvent en moyenne vraiment s'améliorer si les spreads se rétablissent sur l'ensemble du segment**. Dans le cas contraire, les options de call seront exercées sur une base purement économique, ce qui devrait favoriser les obligations existantes lorsqu'elles s'échangent au-dessus du pair. Cependant, cela ne signifie pas que les obligations qui se négocient en dessous du pair souffriront nécessairement à leur date de call. Les prix devraient, selon nous, s'ajuster à l'avance à la prochaine formule de coupon afin de refléter leur composante de portage intrinsèque. En d'autres termes, **le non-exercice d'un call ne fait pas disparaître le portage, ce qui explique pourquoi les prix s'ajustent avant la réinitialisation du coupon**. La CoCo AT1 de Aareal Bank, dont la prochaine date de call est le 30 avril, se négocie à 97,5 % aujourd'hui (prix moyen indicatif sur Bloomberg) et reflète donc une marge de 735 pb, ce qui équivaut à un rendement à perpétuité de 7,2 %.

Vous souvenez-vous de l'impact sur le marché du non-exercice du call de Santander sur sa CoCo en 2019 ? Il n'y en a eu aucun. Le marché avait évalué qu'il s'agissait d'un risque intrinsèque pour ladite obligation, et non pour la classe d'actifs. **C'est ce à quoi nous pouvons nous attendre pour les mois à venir : certaines obligations ne seront pas remboursées et vous ne devriez pas vraiment vous attendre à un impact sur le marché (en dehors de quelques gros titres d'actualité accrocheurs)**. En fait, le marché européen des CoCos est appelé à devenir comme le marché bancaire américain Tier 1 (également connu sous le nom de « US Preferreds »), dont les obligations se négocient uniquement en fonction de la logique économique des calls.

c/ Le portage sera roi



Remarque : nous avons utilisé uniquement des CoCos libellées en euros pour cette illustration, elles sont triées par date de call.

Sources : La Française, Bloomberg. Données au 15/03/2022. Les prix sont purement indicatifs.

Sur le graphique ci-dessus, nous avons compilé les coupons théoriques moyens des CoCos en euro, si AUCUNE D'ENTRE ELLES n'est remboursée à sa première date de call. Nous avons utilisé les taux de swap à terme de l'euro, ainsi que les « reset spreads » moyens afin de montrer que **les investisseurs obtiendraient en moyenne des coupons supérieurs à 6-7 % pour les prochains millésimes de calls à venir. Cela peut être considéré comme un plancher sur le portage que vous pouvez obtenir sur ces produits.** Cela prouve qu'exercer des calls revient effectivement à baisser le portage théorique moyen sur le segment, les calls n'étant exercés que pour un spread plus faible.

Au final, nous pensons qu'il faut prendre les non-calls pour ce qu'ils devraient être : des non-événements pour le segment. Les subtilités de l'exercice des calls sont une question de prix de marché lors de l'émission des CoCos, mais certainement pas un problème de réputation pour l'émetteur. Le niveau des prix des CoCos et de leurs probabilités de remboursement demeure plus un art qu'une science et les investisseurs en CoCo, comme nous à La Française Asset Management, peuvent toujours ajouter de la valeur en sélectionnant des obligations qui ne seront peut-être pas rachetées, mais dont le portage ou la convexité du prix peuvent encore s'avérer pertinents pour un portefeuille.

Conclusion : certaines CoCos ne seront pas appelées à leur première date de call. C'est un fait qui ne devrait pas faire tant de bruit que cela. Nous ne nous attendons pas à une réelle réaction du marché si cela venait à se produire, car le non-exercice de call a déjà été pris en compte dans les prix d'une majorité de CoCos. Gardez à l'esprit que les CoCos restent un produit de portage et que le fait qu'elles ne soient pas remboursées signifie que vous obtenez toujours un portage très correct sur le nouveau coupon. Si aucune CoCo n'était appelée aux S2 2022 et 2023, nous obtiendrions toujours au moins 6 à 7 % de coupons en moyenne pour les obligations nouvellement réinitialisées, ce qui serait toujours très confortable, à notre avis.

Jérémie Boudinet, Credit Portfolio Manager.

Cette communication est destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF 2.

Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les éléments d'information, opinions et données chiffrées sont considérés comme fondés ou exacts au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier et boursier du moment et reflètent le sentiment à ce jour du Groupe La Française sur les marchés et leurs évolutions. Ils n'ont pas de valeur contractuelle, sont sujets à modification et peuvent différer des opinions d'autres professionnels de la gestion. Il est rappelé, par ailleurs, que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Publiée par La Française AM FINANCE Services, dont le siège social est sis 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, France et agréée par l'ACPR sous le n° 18673 en qualité d'entreprise d'investissement. La Française Asset Management est une société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP97076 le 1er juillet 1997.