

Pourquoi nous redevenons positifs sur les AT1 CoCos

Achévé de rédiger
le 08 | 06 | 2023

Le stress systémique sur le secteur bancaire a largement diminué ces dernières semaines. Non pas car les problèmes fondamentaux des banques américaines auraient miraculeusement disparu, mais car ce stress était en grande partie causé par les craintes de fuites des dépôts, qui ont été jugulées par les mécanismes de garanties des dépôts et de liquidité des autorités de tutelle.

Alors que l'attention des marchés et des médias se détourne de ces problématiques, l'environnement paraît propice à un rallye plus prononcé sur les AT1 CoCos européennes. Celles-ci demeurent encore décotées, à la fois en valeur absolue et relative, et devraient bénéficier de la réouverture prochaine du marché primaire.

1/ Pas de nouvelle, bonne nouvelle. Du « bank run » au « bank walk »

Le stress est par nature temporaire. Il prend racine dans des problématiques fondamentales (problèmes bilanciaux et réglementaires), s'exprime par des symptômes plus ou moins graves (faillites bancaires), s'exacerbe violemment lorsque l'attention est concentrée sur la douleur des symptômes (attention médiatique et comportements moutonniers accélérés par les réseaux sociaux, conduisant à des mouvements massifs de fuite des dépôts) et se calme lorsque le médecin prescrit des remèdes plus ou moins efficaces (résolutions bancaires, mécanismes de garanties et de liquidité), mais rassure surtout les patients (les marchés financiers) sur le fait que tout ira bien *in fine*. Le stress se dissipe alors, en attendant de **traiter plus en profondeur les maux chroniques.**

L'attrition des dépôts auprès des banques américaines reste un sujet de préoccupation, puisque leur rémunération moyenne demeure très inférieure aux taux souverains fédéraux (*voir graphique*), auxquels les déposants ont accès via des fonds monétaires exclusivement portés sur des obligations gouvernementales (ce qui n'existe pas en Europe).

Nous ne craignons cependant pas de fuite des dépôts massive (« bank run »), dans la mesure où la FDIC a fourni un « backstop » significatif en garantissant l'intégralité des dépôts des différentes faillites bancaires intervenues ces derniers mois. La tendance sur les dépôts devrait rester négative durant les trimestres à venir, mais cela ne devrait pas être de nature à menacer la stabilité bilancielle des établissements bancaires américains, tant qu'il n'y a pas de fuite massive. Le risque est qu'un chiffre alarmant de baisse des dépôts ait un effet boule de neige auto-réalisateur, mais ce risque nous apparaît moindre désormais.

Nous attendons toujours des mesures concrètes de **renforcement de la surveillance prudentielle des milliers de banques américaines** aux bilans inférieurs à 700mds\$, via le respect de ratios de liquidité et de financement, une soumission à des stress tests et des exigences réglementaires relevées. **« L'Européanisation » des banques américaines prendra du temps et se fera certainement au détriment de leur performance boursière, mais au bénéfice de la stabilité du système bancaire américain.**

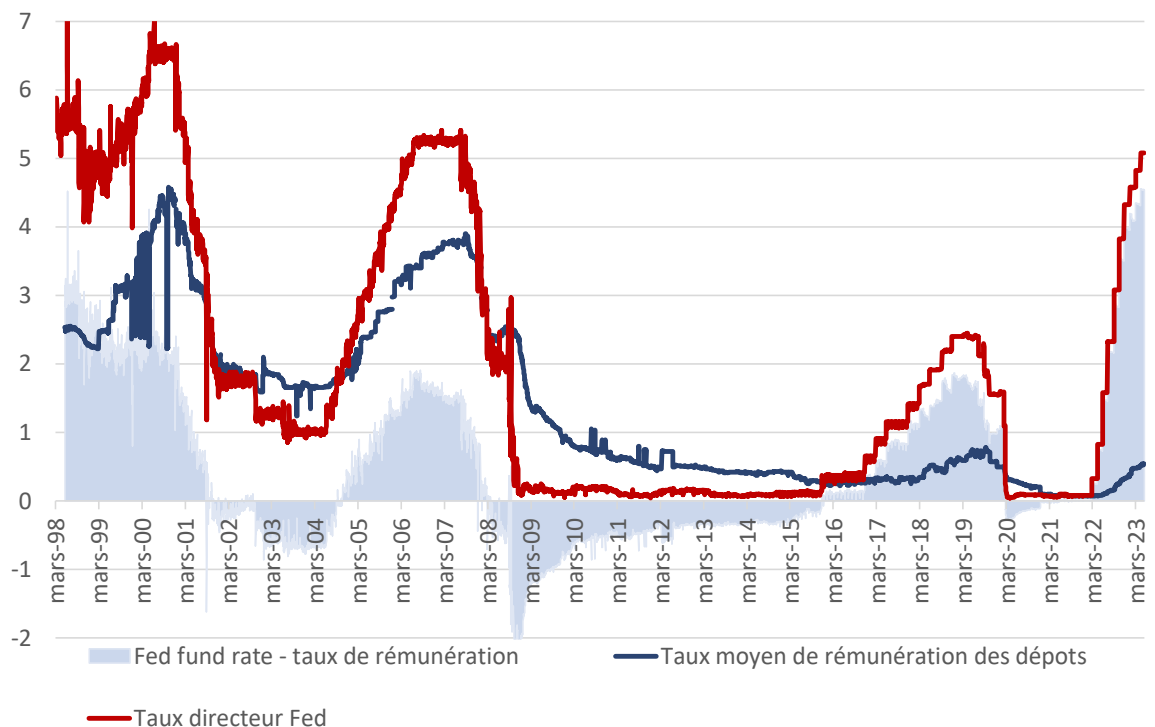
D'autres placements sous tutelle d'établissements américains de petites tailles (bilans inférieurs à 100mds\$) sont possibles, mais ne paraissent plus tant comme des éléments déstabilisateurs en termes de risque systémique.

Les **risques gravitant autour de l'immobilier commercial américain** demeurent présents en toile de fond, mais, là aussi, il s'agira sans doute d'une longue pente descendante, plutôt que d'une falaise dont des acteurs financiers chuteraient brutalement.

Enfin, **l'excellente tenue de l'économie américaine**, en dépit du resserrement de politique monétaire, est un facteur de soutien significatif pour le système bancaire local.

Nous rappelons ici que **les banques européennes sont beaucoup moins exposées à ces problématiques**, et que leurs fondamentaux ne sont pas ici remis en question, comme nous l'avons évoqué dans de précédentes notes.

Evolution du taux directeur de la Fed et du taux de rémunération moyen des dépôts aux Etats-Unis (en %)



Sources: Bankrate.com, Bloomberg. Données au 5 juin 2023.

2/ Les éléments pour un rallye estival des AT1 CoCos européennes commencent à se réunir.

Commençons par écarter ce qui ne se produira pas. D'après Bloomberg, l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) aurait évoqué dans des discussions avec des investisseurs la possibilité d'étudier l'inclusion d'un aspect cumulatif des coupons d'AT1 dans leur documentation juridique, ou bien l'inclusion d'une clause dite de *dividend stopper*. Si la 2^{ème} possibilité serait envisageable (bien qu'il faille d'abord modifier la législation européenne CRD/CRR, mais cela existe dans bien d'autres législations, comme la Suisse ou en Asie), **la possibilité de rendre les coupons d'AT1 non-payés cumulatifs nous paraît totalement illusoire**. Cela contreviendrait aux règles de base de Bâle 3, et la revue macroprudentielle entamée par la Commission européenne en 2022 ne va clairement, mais clairement pas, dans ce sens. Les AT1 ont rebondi sur cette nouvelle, mais nous y voyons surtout une belle rumeur orchestrée et relayée dans la presse, qui ne repose sur rien de sérieux.

Etonnamment, ou non, ce genre de rumeurs revient sur le devant de la scène lorsque **des hedge funds font leur retour sur cette classe d'actifs**. La base d'investisseurs en AT1 s'est recomposée à la suite de la dépréciation totale des titres de Credit Suisse, avec une forte attrition des acheteurs asiatiques de banques privées, qui aimaient se gorger de ces titres sans en comprendre nécessairement le fonctionnement. Les investisseurs institutionnels plus ou moins occasionnels ont quant à eux fait un pas de côté, tandis que nous supposons que la plupart des acteurs spécialisés dans la détention des AT1 CoCo craignaient quant à eux des sorties massives de leurs fonds (qui ne se sont pas matérialisées).

Nous nous retrouvons donc avec **une base d'investisseurs moins stable** qu'avant mars 2023, ce qui peut rappeler à certains égards l'état du marché des AT1 CoCos durant son enfance, entre 2014 et 2017. **Cela ne veut pas dire que la liquidité du marché est plus mauvaise qu'auparavant**. Cela signifie surtout que **les mouvements de hausses et baisses de prix peuvent être plus brutaux**. Comme souvent sur les actifs risqués, les hausses de prix sont magnifiées par ces mouvements de « short squeeze », ce qui entraîne des flux entrants supplémentaires, alimentant ainsi une spirale haussière technique des prix. Nous sommes donc convaincus que **les flux reviendront à davantage de normalité durant les mois à venir, et ce a fortiori en cas de bonne performance du gisement**.

Une hausse plus violente des prix peut aussi se matérialiser étant donné la pénurie de nouveaux titres offerts sur le marché primaire. C'est justement, selon nous, le facteur technique de marché le plus susceptible de faire payer ce gisement cet été. Nous attendons la réouverture prochaine du marché primaire des AT1 européennes.

Plusieurs émetteurs nous semblent susceptibles de venir refinancer des titres, comme UniCredit, HSBC, BBVA, Santander, Barclays, Société Générale, Lloyds, etc. Ils seraient en capacité selon nous de venir émettre de nouveaux titres à des spreads plus ou moins comparables à ceux de leurs titres existants (le « reset spread », voir tableau ci-dessous) et proches de leurs dates de calls (ou échus récemment sans avoir été refinancés, pour UniCredit).

Echéancier des remboursements anticipés d'AT1 CoCos triées par dates de call

Issuer	Currency	Call date	Coupon	Mid price	Reset spread	Call announcement ?
UBS GROUP AG	USD	31/01/2023	5,00		243	CALLED
BANCO DE SABADELL SA	EUR	23/02/2023	8,52		605	CALLED
BARCLAYS PLC	GBP	15/03/2023	7,25		674	CALLED
HSBC HOLDINGS PLC	USD	23/03/2023	6,25		345	CALLED
STANDARD CHARTERED PLC	USD	02/04/2023	7,75		572	CALLED
IBERCAJA BANCO SA	EUR	06/04/2023	7,00		681	CALLED
DEUT PFANDBRIEFBANK AG	EUR	28/04/2023	5,75	70,2	538	NOT CALLED
AAREAL BANK	EUR	30/04/2023	7,32	80,2	718	NOT CALLED
UNICREDIT SPA	EUR	03/06/2023	6,63	100,1	639	CALLED
RAIFFEISEN BANK INTL	EUR	15/06/2023	8,67	90,2	595	NOT CALLED
CREDIT SUISSE GROUP AG	USD	17/07/2023	7,50	4,2	596	-
LLOYDS BANKING GROUP PLC	GBP	27/06/2023	7,63	100,1	529	CALLED
BARCLAYS PLC	USD	15/09/2023	7,75	97,8	484	Not yet
CAIXABANK SA	EUR	19/09/2023	6,38	99,5	622	Not yet
BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	EUR	24/09/2023	5,88	98,4	566	Not yet
HSBC HOLDINGS PLC	EUR	29/09/2023	6,00	99,7	534	Not yet
BANCO SANTANDER SA	EUR	29/09/2023	5,25	96,8	500	Not yet
ABANCA CORP BANCARIA SA	EUR	02/10/2023	7,50	97,3	733	Not yet
SOCIETE GENERALE	USD	04/10/2023	7,38	97,6	430	Not yet
CREDIT SUISSE GROUP AG	USD	11/12/2023	7,50	6,0	431	-
RAIFFEISEN BANK INTL	EUR	15/12/2023	8,67	90,2	595	Not called in June
SOCIETE GENERALE	USD	18/12/2023	7,88	99,1	498	Not yet
BANK OF CYPRUS HOLDINGS	EUR	19/12/2023	12,50	100,5	1260	Not yet

Sources: Bloomberg. Prix donnés à titre indicatif. Données au 8 juin 2023.

De manière plus intéressante, le primaire devrait avoir selon nous un impact positif sur les prix des AT1, à l'instar de ce qui s'est produit au début de l'année 2023. La plupart des AT1 CoCos traitent avec des décotes par rapport à leur valeur de remboursement (100%), et notamment les titres à calls proches. Une dynamique de refinancement entraînerait donc une convergence vers le pair des titres courts, rendant encore plus probables d'autres refinancements sur d'autres souches, tout en faisant rallier les titres plus longs et plus décotés (voir tableau ci-dessous). **La convexité des AT1 CoCos apparaît comme un vecteur d'accélération des prix à la hausse** dans cette configuration de marché.

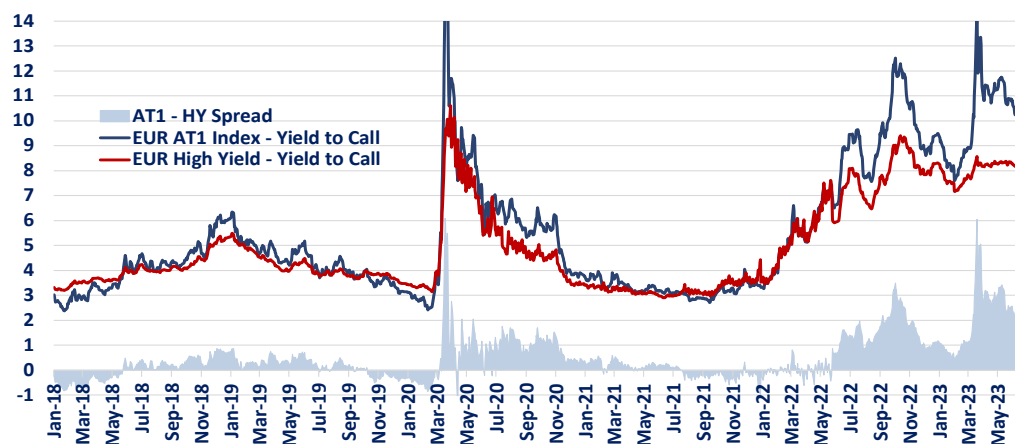
Gisement des AT1 CoCos € regroupé par années de calls

Année de call	Prix moyen (%)	Coupon moyen (%)	YTC moyen (%)	YTM moyen (%)
2023	94,2	7,8	14,3	10,6
2024	94,1	6,9	12,1	9,9
2025	88,6	5,5	12,2	9,0
2026	87,5	5,6	10,4	9,3
2027	85,3	5,7	9,9	8,8
2028	84,6	6,4	10,3	8,9
2029	88,7	6,5	8,9	8,4
2030	85,5	5,8	8,7	8,0
2031	81,8	5,9	9,1	9,1

Sources: Bloomberg. Prix donnés à titre indicatif. Données au 8 juin 2023.

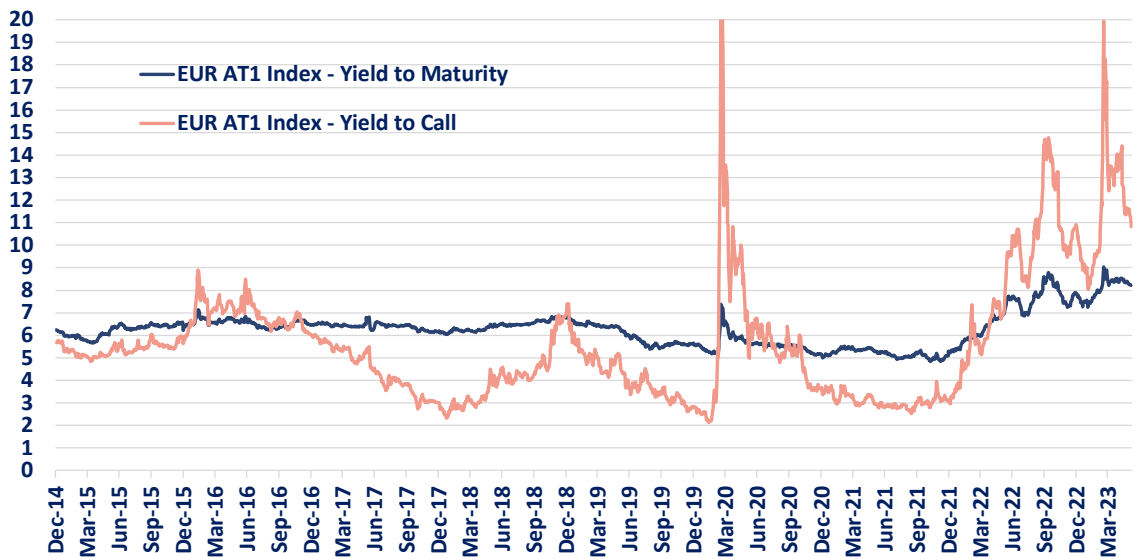
Parlons maintenant des valorisations. En dépit d'un rallye débuté dans le courant du mois de mai, le rendement moyen des AT1 CoCos libellées en EUR (10.2% au 7 juin 2023) demeure largement plus important que celui d'un indice High Yield EUR (8.2%), avec un différentiel toujours considérable et proche des plus hauts historiques (voir graphique ci-dessous). Si le rendement au call indique une espérance optimiste en tablant sur le remboursement anticipé des titres, on peut aussi constater que **les AT1 sont attractives en rendement à maturité (i.e. à perpétuité), à 8.2%, ce qui est une espérance de rendement conservatrice, puisqu'effaçant toute convexité.**

Evolution du rendement au call moyen des AT1 € comparé au High Yield € (en %)



Sources: Bloomberg. Données au 7 juin 2023.

Evolution du rendement au call moyen des AT1 € et de leur rendement à maturité (i.e. à perpétuité) (en %)



Sources: Bloomberg. Données au 7 juin 2023.

Conclusion

Nous adoptons donc une vue positive sur les AT1 CoCos, et, dans une moindre mesure, sur les autres gisements de dettes subordonnées, qui ont moins souffert ces derniers mois. Nous préférons **les titres les plus liquides de grandes banques** dites « champions nationaux » et préférons éviter les souches de tailles moins importantes sur des émetteurs de second rang, qui, en dépit de rendements parfois très attractifs, n'offrent selon nous pas la même capacité de rebond des prix.

Résumé des points à retenir :

- Le risque systémique a largement diminué, bien que les maux profonds du secteur bancaire américain ne soient pas réglés. L'Europe n'a pas de souci à se faire de ce côté-ci.
- Les AT1 CoCos sont encore très décotées par rapport au High Yield et offrent une convexité attractive.
- La réouverture prochaine du marché primaire AT1 devrait avoir un effet bénéfique sur les prix du gisement.
- Une base d'investisseurs moins pléthorique qu'avant la chute de Credit Suisse rend les mouvements de prix potentiellement plus brutaux, ce qui peut entraîner un rallye prononcé, même en l'absence de flux importants vers la classe d'actifs.

Jérémie Boudinet, Responsable de la Gestion Crédit Investment Grade.



128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00

www.la-francaise.com

Publication à caractère informatif destinée aux clients professionnels au sens de la Directive MIF2.
Source : La Française Asset Management.

La Française Asset Management, société de gestion agréée par l'AMF (www.amf-france.org) sous le n°GP 97-076 le 1er juillet 1997. La Française AM Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n°18673 (www.acpr.banque-france.fr) et enregistrée à l'ORIAS (www.orias.fr) sous le n°13007808 le 4 novembre 2016.

Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information. Les éléments d'information, opinions et données chiffrées sont considérés comme fondés ou exacts au jour de leur établissement 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. Publié 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.