

AT1 : un millésime d'exception pour un marché en phase de maturité

Publié le 26 novembre 2025

Ayush Babel

Director, Quantitative Research

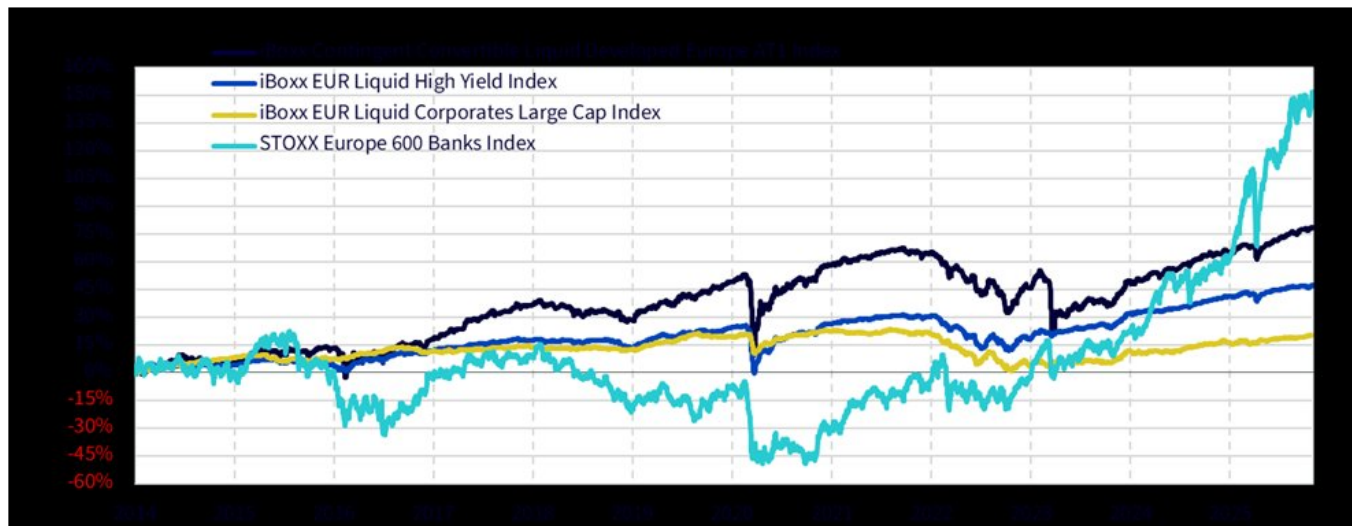
Prof. Wim Schoutens

Professeur à l'Université de Louvain, en Belgique

- L'année 2025 a confirmé que les obligations subordonnées (AT1) sont devenues un pilier à part entière de l'univers obligataire. Le marché a absorbé des volumes d'émissions record, soutenu par une forte demande institutionnelle, témoignant d'une solidité structurelle avérée.
- Le Jour de la libération en a mis à l'épreuve la maturité. La volatilité s'est intensifiée, mais la correction est restée maîtrisée et les investisseurs ont profité de la baisse pour renforcer leurs positions. Les obligations convertibles conditionnelles (CoCos) ont maintenu une stabilité marquée comparativement aux titres de capital des banques européennes, illustrant la confiance dans la résilience et la supervision réglementaire du secteur bancaire européen.
- Malgré un potentiel de réduction des écarts désormais limité, les AT1 présentent un rendement au pire d'environ 6 % et constituent une option de choix pour les investisseurs visant des revenus accrus avec une exposition au risque contrôlée.

À l'approche du dernier trimestre, il est opportun de dresser un bilan de ce que 2025 a apporté au segment des AT1. L'année affiche des performances solides. Sans atteindre des sommets historiques, il s'agit assurément d'un millésime d'exception au regard du contexte macroéconomique incertain et de la volatilité observée sur les autres classes d'actifs. Le Graphique 1 retrace une performance cumulée qui témoigne d'un marché ayant atteint un stade de maturité substantiel au cours de la dernière décennie.

Graphique 1 : Performances cumulées



Un marché primaire dynamique

Les émissions sur le marché primaire ont affiché une vigueur constante tout au long de l'année 2025. Les carnets d'ordres ont souvent représenté plus de dix fois le montant de la transaction, le marché absorbant des volumes d'émission élevés sans contrainte. Les encours d'AT1 ont atteint des niveaux inédits. L'attractivité des rendements a contribué à cette tendance, mais au-delà d'une logique purement opportuniste de recherche de portage, la demande institutionnelle a démontré une assise véritable. Le profil des investisseurs a évolué, avec une participation récurrente des assureurs et des gestionnaires d'actifs, révélant un marché structurellement résilient plutôt qu'un segment dépendant d'ordres de référence.

Risque de prolongation : la maturation du marché

La transformation la plus marquante de l'année a porté sur le risque d'extension. Par le passé, les obligations caractérisées par une rentabilité résiduelle limitée faisaient l'objet d'une décote ; en 2025, elles ont pourtant enregistré les meilleures performances. Lorsque la Deutsche Bank a renoncé à exercer une option de remboursement anticipé en dollars en avril, un événement qui aurait naguère suscité des craintes de contagion, le marché a fait preuve d'une remarquable stabilité. Les investisseurs ont préféré se concentrer sur la solidité des ratios de capital, sur la pérennité du cadre réglementaire et sur les modalités de révision du coupon, considérant que le risque de prolongation ne constituait pas une préoccupation majeure. On peut débattre du fait que cette confiance relève d'une appréciation éclairée ou d'un excès d'optimisme, elle a néanmoins indéniablement donné le ton de l'année.

Le Jour de la libération : un test de résilience avéré, surmonté avec sérénité

Le Jour de la libération a constitué l'un des premiers tests de résilience pour les CoCos depuis plusieurs exercices. En premier lieu, les écarts se sont creusés, mais la correction est restée sensiblement limitée au regard des précédents et, fait notable, les investisseurs ont profité de cette correction pour renforcer leurs positions. Cette attitude consistant à profiter des replis pour acheter a marqué un tournant, révélant que les AT1 représentent désormais une classe d'actifs institutionnelle structurée et non plus un segment spéculatif de niche. La stabilité relative des CoCos par rapport aux autres classes d'actifs, à savoir les

titres des banques européennes et le marché du crédit dans son ensemble, a particulièrement retenu l'attention. Alors que les actions bancaires ont connu des ajustements de plus grande ampleur, les AT1 sont demeurées stables. Cette dynamique a mis en évidence la confiance des investisseurs dans la solidité des données fondamentales des institutions bancaires européennes, opérant avec des réserves de fonds propres substantielles et soumises à une supervision stricte. Le débat au sujet des AT1 s'est indubitablement recentré du risque existentiel vers des considérations de valorisation relative.

Effet de contagion en provenance des États-Unis : un risque émotionnel plutôt que fondamental

L'écart creusé récemment des AT1 européennes illustre un phénomène de contagion découlant des tensions touchant les banques régionales américaines, exposées notamment au crédit privé, telles que l'affaire First Brands et d'autres dossiers de prêt, ayant été particulièrement affectées. Ce phénomène est spécifique aux États-Unis. Les établissements européens et britanniques maintiennent des ratios de capitalisation élevés et opèrent dans un cadre réglementaire strict, dénués des vulnérabilités structurelles propres aux banques régionales américaines. Cet écart creusé paraît résulter de la confiance plutôt que de données fondamentales et, le cas échéant, constitue des fenêtres d'entrée attractives pour les investisseurs.

Perspectives : maturité, stabilité et rendement

À l'horizon 2026, la marge de compression des écarts à partir des niveaux actuels semble limitée, étant donné les bonnes performances déjà réalisées et le niveau de valorisations déjà élevé. Cela étant, les AT1 présentent un rendement séduisant, juste en deçà de 6 % (rendement au pire au 31 octobre 2025), conforté par la solidité du niveau des fonds propres du secteur bancaire européen.

L'année écoulée a attesté de la pleine maturité du marché des AT1. Les CoCos font désormais partie intégrante de la panoplie obligataire, démontrant leur capacité à résister aux phases de tension, à servir les intérêts des investisseurs à long terme et à fournir un équilibre entre rendement et résilience.

Pour les investisseurs visant des revenus supérieurs et une diversification au sein de leur allocation obligataire, les AT1 présentent une opportunité conciliant potentiel de rendement, stabilité et exposition à l'un des systèmes bancaires parmi les plus résilients à l'échelle planétaire.

Important Risks Related to this Article

Informations importantes

Communications commerciales publiées dans l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree Ireland Limited, une société autorisée et réglementée par la Central Bank of Ireland.

Communications commerciales émises dans des juridictions en dehors de l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree UK Limited, une société autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.

WisdomTree Ireland Limited et WisdomTree UK Limited sont toutes les deux désignées comme « WisdomTree » (le cas échéant). Notre Politique sur les conflits d'intérêts et notre Inventaire sont disponibles sur demande.

Réservé aux clients professionnels uniquement. Les informations figurant dans ce document sont fournies à titre informatif et ne constituent pas une ore de vente, ou une sollicitation d'ore d'achat de titres ou d'actions. Ce document ne doit pas être utilisé comme fondement d'une décision d'investissement. La valeur des investissements peut fluctuer et vous êtes susceptible de perte tout ou partie du montant investi. La performance passée ne constitue pas nécessairement une indication des performances futures. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations figurant dans le prospectus approprié et sur des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques.

L'application des réglementations et lois fiscales peut souvent conduire à des interprétations diérentes. Tous les points de vue ou opinions exprimés dans cette communication représentent les points de vue de WisdomTree et ne doivent pas être interprétés comme des conseils réglementaires, fiscaux ou juridiques. WisdomTree ne donne aucune garantie ou représentation quant à l'exactitude des vues ou opinions exprimées dans cette communication. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations contenues dans le prospectus approprié et après avoir sollicité des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques. Ce document n'est pas et ne doit en aucun cas être interprété comme une publicité ou une ore publique d'actions ou de titres aux États-Unis ou dans toute province ou tout territoire des États-Unis. L'introduction, la transmission et la distribution (directes ou indirectes) de l'original ou d'une copie de ce document sont interdites aux États-Unis.

Bien que WisdomTree s'efforce d'assurer l'exactitude du contenu de ce document, WisdomTree ne peut en garantir l'exactitude. Les fournisseurs de données tiers sollicités pour obtenir les informations contenues dans le présent document ne donnent aucune garantie ou représentation de quelque sorte en rapport avec ces données. Lorsque WisdomTree exprime ses propres opinions concernant le produit ou l'activité du marché, ces opinions sont susceptibles de changer. WisdomTree, ses alliés et leurs dirigeants, directeurs, partenaires ou employés respectifs déclinent toute responsabilité pour toute perte directe ou indirecte découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu.