

Les CoCo AT1 pourraient-elles constituer la combinaison gagnante entre profil rendement-risque attrayant et diversification du portefeuille ?

Publié le 7 décembre 2023

Ayush Babel

Director, Quantitative Research

Prof. Wim Schoutens

Professeur à l'Université de Louvain, en Belgique

Dans cet article, nous explorons comment les obligations convertibles Additional Tier 1, appelées CoCo AT1, pourraient fournir des rendements améliorés par unité de risque, tout en conférant des avantages de diversification, ce qui en ferait un candidat potentiel pour une allocation en cœur de portefeuille.

Un profil rendement-risque attractif

Les obligations CoCo AT1 sont assorties de plusieurs éléments de compensation du risque pour les investisseurs. Outre des compensations relativement moindres pour le risque d'extension, le risque réglementaire et le risque de liquidité, la principale composante provient des risques de pertes potentielles en cas de déclenchement de CoCo AT1, auquel cas les CoCo peuvent être converties en actions de l'institution financière émettrice, ou voir leur montant nominal être réduit. Ceci peut entraîner la perte de tout ou partie du montant initial de votre investissement. Par ailleurs, les paiements de coupon sur certaines CoCo sont entièrement discrétionnaires, et peuvent être annulés. Ces déclencheurs correspondent à des événements dits extrêmes, qui se manifestent dans des circonstances très inhabituelles. Il peut s'agir par exemple d'une situation de défaut de paiement d'une institution financière. En cas de défaillance, les détenteurs d'obligations subiraient des pertes avec compensation, ce qui est reflété par le contrat d'échange sur défaut de crédit (CDS pour « Credit Default Swap ») correspondant.

Une comparaison entre le spread des CDS et le spread des CoCo AT1 permet d'illustrer la compensation dans ce type de circonstances extrêmes. La comparaison historique ci-dessous présente les spreads moyens des CoCo AT1 par rapport aux spreads moyens des CDS subordonnés dans le secteur financier.

Illustration 1 : OAS des CoCo AT1 des banques européennes versus CDS des dettes subordonnées de qualité investissement en Europe

Source : WisdomTree, Bloomberg. Le spread ajusté aux options (OAS) des CoCo AT1 des banques européennes par rapport à la courbe du Trésor fait référence à l'OAS de l'indice I31415 sur Bloomberg, et le CDS des dettes subordonnées de qualité investissement en Europe fait référence à l'indice SUBFIN

CDSI GEN 5Y Corp sur Bloomberg. Du 1er janvier 2015 au 22 novembre 2023.

Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.

Le spread des CDS se compose de deux facteurs clés : la probabilité de défaut (PD) et la perte en cas de défaut (LGD pour « Loss Given Default »). Bien que l'estimation de la LGD pour la dette subordonnée comporte une incertitude, la LGD est habituellement estimée autour d'un taux de recouvrement de 20 %. Pour comparer équitablement le spread des CDS avec le spread des CoCo AT1, nous normalisons le spread des CDS à un taux de recouvrement nul. De même, on pourrait préconiser une normalisation comparable pour les CoCo. Nous procéderons à une évaluation prudente des CoCo, en supposant que les comptes de spread des CoCo AT1 correspondent déjà à une perte totale. Notre observation révèle que le ratio de spread des CoCo AT1 par rapport à celui des CDS (remis à l'échelle) fluctue autour d'un niveau de 2,7 au fil des années.

Illustration 2 : Ratio d'OAS des CoCo des banques européennes versus CDS des dettes subordonnées de qualité investissement en Europe

Source : WisdomTree, Bloomberg. L'OAS des CoCo AT1 des banques européennes par rapport à la courbe du Trésor fait référence à l'OAS de l'indice I31415 sur Bloomberg, et le CDS des dettes subordonnées de qualité investissement en Europe fait référence à l'indice SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp sur Bloomberg. Du 1er janvier 2015 au 22 novembre 2023.

Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.

Cela signifie que les investisseurs perçoivent quasiment le triple de la compensation de risque pour des événements situés sur la même extrémité des possibilités d'événements très exceptionnels. Pour l'année 2023, ces ratios dépassent nettement les moyennes à long terme, avec des niveaux d'environ 3,3 actuellement, ce qui indique une compensation du risque significativement plus élevée que ce qui a été observé historiquement.

Des avantages de diversification

En raison de leur structure singulière, les CoCo AT1 confèrent de potentiels avantages de diversification, grâce à leur faible corrélation avec d'autres importants univers d'investissement comparables. Ainsi, les CoCo AT1 offrent non seulement des rendements plus élevés par unité de risque, mais pourraient également contribuer à réduire la volatilité globale du portefeuille.

Illustration 3 : Corrélation des CoCo AT1 avec d'autres sous-groupes de catégories d'actifs

Source : WisdomTree, Bloomberg. Période du 25 septembre 2020 au 30 septembre 2023. Sur la base des rendements hebdomadaires ; les calculs incluent des données rétrospectives. Tous les indices sont présentés dans leur devise de référence (spécifiée dans le tableau). Tous les indices obligataires sont des rendements totaux, et tous les indices boursiers sont des rendements totaux nets. **AT1 CoCos EUR H** correspond à l'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 (couverture en EUR),

EUR HY correspond à l'indice iBoxx EUR Liquid High Yield, **EUR IG** correspond à l'indice iBoxx EUR Liquid Corporates Large Cap, **EUR Govt** correspond à l'indice iBoxx Euro Sovereign Overall, **UK Gilts** correspond à l'indice FTSE Actuaries UK Conventional Gilts All Stocks Total Return, **UK IG** correspond à l'indice iBoxx GBP Liquid Corporates Large Cap TRI, **STOXX 600 Banks** correspond à l'indice STOXX Europe 600 Banks, **STOXX 600** correspond à l'indice STOXX Europe 600, **USD HY** correspond à l'indice iBoxx USD Liquid High Yield Capped. **Vous ne pouvez pas investir directement dans un indice. Les performances historiques ne garantissent pas les performances futures, et tout investissement est susceptible de perdre de la valeur.**

Conclusion

Sur la base de ces éléments, nous sommes convaincus que les obligations convertibles (CoCo) offrent une combinaison singulière entre un profil rendement-risque attrayant et un potentiel de diversification efficace du portefeuille, ce qui justifie d'envisager les CoCo pour une allocation en cœur de portefeuille. Leur faible corrélation avec d'autres sous-groupes d'importantes catégories d'actifs peut permettre de réduire la volatilité globale du portefeuille, ainsi que de minimiser les baisses potentielles. Bien qu'elles soient apparues récemment dans le paysage financier, les CoCo ont déjà surmonté plusieurs difficultés, telles que l'impact de la pandémie de COVID-19 et les hausses agressives des taux d'intérêt, ce qui témoigne de leur remarquable résilience historique. Leurs rendements potentiels accrus par unité de risque peuvent s'expliquer par différents facteurs, notamment par une relative méconnaissance des CoCo à ce jour, ce qui crée une potentielle opportunité méritant d'être explorée.

Blogs associés

- + [Pourquoi des taux d'intérêt plus élevés pourraient être une bonne nouvelle pour les CoCo](#)
- + [CoCos : les instruments « hybrides » décalés mais intrigants, avec un twist](#)

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.