

Tendances récentes sur le marché des obligations CoCo

Publié le 15 août 2024

Ayush Babel

Director, Quantitative Research

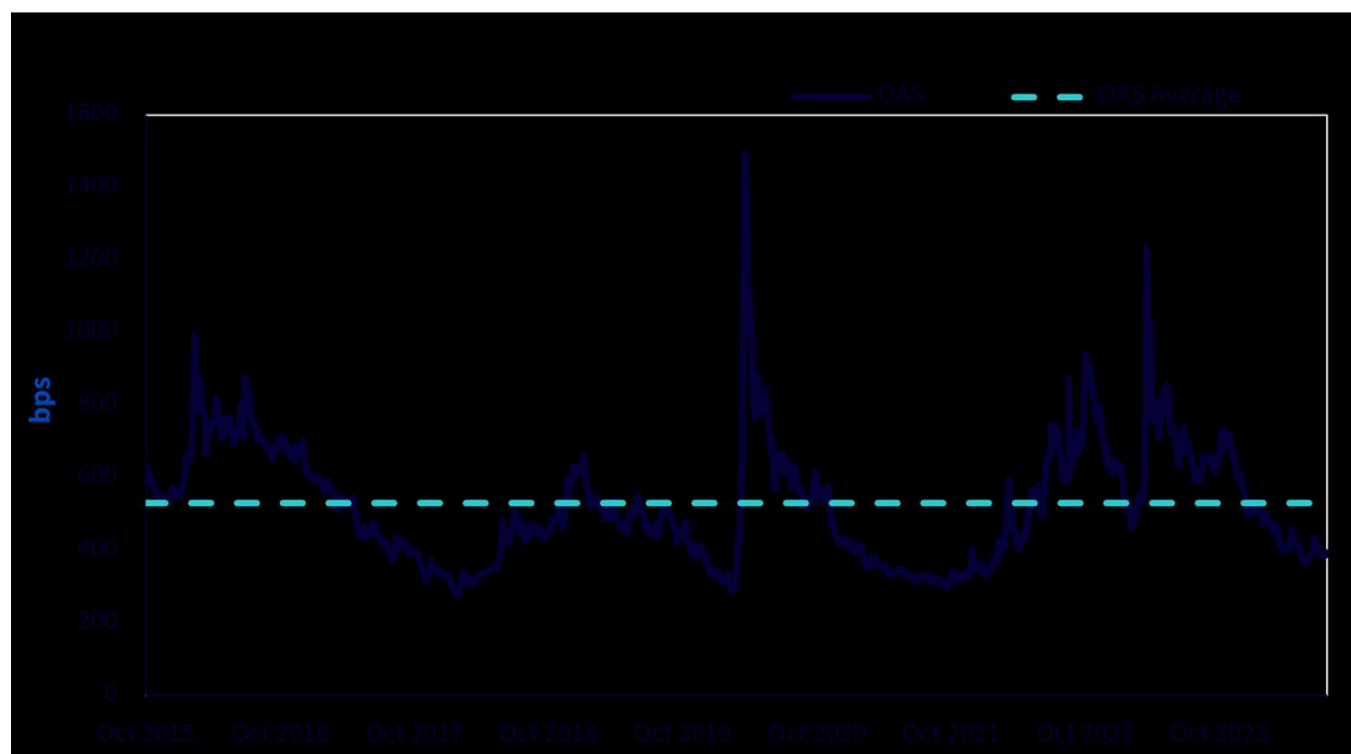
Prof. Wim Schoutens

Professeur à l'Université de Louvain, en Belgique

- Au cours des dernières semaines et des derniers mois, le marché des obligations convertibles contingentes (CoCo) a connu un resserrement notable des spreads, approchant leurs creux historiques.
- Parmi les principaux facteurs du resserrement des spreads des obligations CoCo figure la pratique constante des émetteurs consistant à rappeler ces obligations à leur valeur nominale (prix 100). Cette pratique a engendré un effet marqué de « pull-to-par », encourageant les prix à converger vers leur valeur nominale.
- L'absence d'effets macroéconomiques négatifs majeurs, combinée à une politique monétaire favorable aux banques, a contribué à renforcer le resserrement des spreads.

Au cours des dernières semaines et des derniers mois, le marché des obligations convertibles contingentes (CoCo) a connu un resserrement notable des spreads, approchant leurs creux historiques. Cette tendance reflète plusieurs dynamiques du marché, et met en évidence les facteurs externes qui influencent le comportement des investisseurs ainsi que le sentiment du marché.

Illustration 1 : Évolution historique de l'OAS



Source : WisdomTree, Markit. Période du 1er octobre 2015 au 23 juillet 2024. **Les calculs incluent des données rétrospectives.** L'OAS (pour « option-adjusted spread »), ou écart ajusté en fonction des options, rapporté par Markit, repose sur la pondération de la valeur de marché ajustée en fonction de la durée effective. Les dates de remboursement utilisées pour le calcul de l'OAS des obligations individuelles sont réinitialisées en fin de mois lorsque les obligations ne sont pas appelées à être remboursées. Cette approche de calcul impacte les chiffres de l'OAS pour l'indice intra-mensuel jusqu'à ce que les dates de remboursement soient réinitialisées. Cette stratégie est représentée par l'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1. **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.**

Resserrement des spreads et effet « pull-to-par »

Parmi les principaux facteurs du resserrement des spreads des obligations CoCo figure la pratique constante des émetteurs consistant à rappeler ces obligations à leur valeur nominale (prix 100). Cette pratique a engendré un effet marqué de « pull-to-par », encourageant les prix à converger vers leur valeur nominale. La fiabilité des émetteurs dans le rappel de ces obligations a restauré la confiance des investisseurs, favorisant la reprise des prix après le naufrage de Credit Suisse l'an dernier.

Conséquences de la crise de Credit Suisse

L'épisode Credit Suisse a initialement engendré une perturbation majeure sur le marché, avec pour conséquence un élargissement des spreads et une baisse des prix des obligations. La reprise ultérieure des prix des obligations CoCo indique néanmoins que le marché a fait preuve de résilience. Grâce à leur régularité dans les rappels d'obligations, les banques, quelle que soit leur taille, ont su rétablir la confiance

des investisseurs. Cette régularité après l'épisode Credit Suisse confirme la stabilité et l'attractivité des obligations CoCo en tant qu'instrument financier.

Effets macroéconomiques et sentiment du marché

L'absence d'effets macroéconomiques négatifs majeurs a contribué à renforcer le resserrement des spreads. Bien qu'un certain élargissement des spreads ait été constaté en raison de l'incertitude entourant les élections françaises, cette tendance s'est rapidement inversée, illustrant la capacité du marché à absorber les incertitudes politiques sans impacts négatifs à long terme. La reprise rapide après l'incertitude entourant les élections françaises souligne la solidité du marché des obligations CoCo face aux perturbations macroéconomiques.

Comportement des émetteurs et reprise du marché

Après l'épisode Credit Suisse, la plupart des banques ont rétabli leurs pratiques habituelles de rappel d'obligations, ce qui a contribué à stabiliser le marché. Parmi les exceptions notables figurent Raiffeisen International, qui rencontre des difficultés en raison de son implication en Russie, ainsi que PBB et Aareal Bank, qui sont confrontées à des problèmes liés à leurs positions dans l'immobilier commercial (commercial real estate, CRE). Malgré ces quelques exceptions, la tendance aux rappels réguliers a largement contribué à la reprise du marché ainsi qu'au resserrement des spreads.

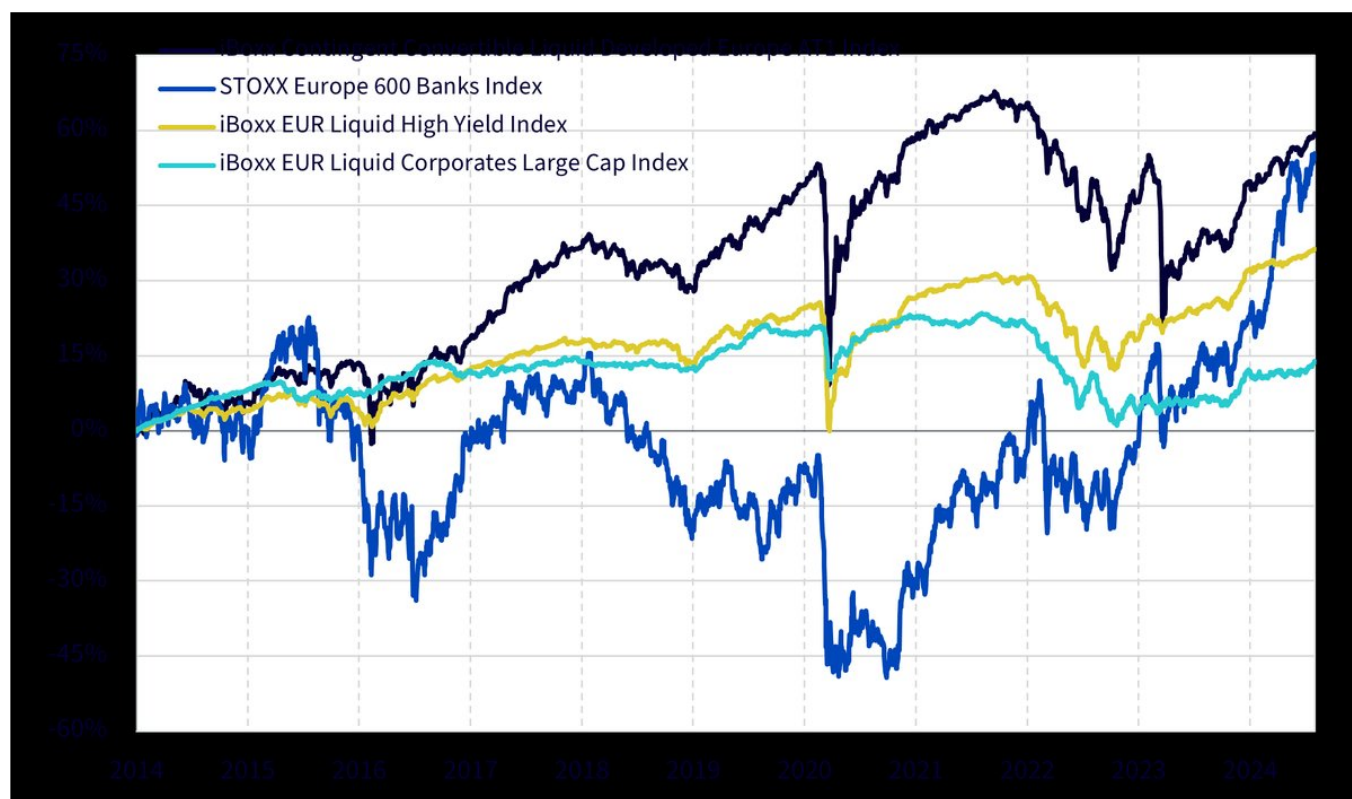
Taux d'intérêt plus élevés

Le bénéfice des banques repose principalement sur la différence entre les taux d'intérêt payés sur les dépôts et ceux perçus sur les prêts et les investissements. L'augmentation des taux d'intérêt permet généralement aux banques de facturer des intérêts plus élevés sur les prêts par rapport aux intérêts qu'elles versent aux titulaires de compte, ce qui peut considérablement accroître leurs revenus d'intérêts. Cet environnement a été particulièrement bénéfique ces dernières années, les banques centrales des grandes économies ayant élevé les taux pour lutter contre l'inflation et stabiliser les marchés financiers. Pour les banques, l'augmentation des taux d'intérêt a directement soutenu la rentabilité des capitaux propres (Return on equity, ROE) en élargissant la marge d'intérêt. Ce régime de taux d'intérêt favorable a également contribué au resserrement des spreads.

Conclusion

Les récentes tendances sur le marché des obligations CoCo se caractérisent par un resserrement notable des spreads, qui est attribuable à la pratique constante des émetteurs consistant à rappeler ces obligations à leur valeur nominale, à la remontée des prix après le naufrage de Credit Suisse, au contexte monétaire favorable, ainsi qu'à l'absence d'effets macroéconomiques négatifs majeurs. À l'heure où les émetteurs poursuivent leurs rappels d'obligations, et où la confiance du marché reste forte, le marché des obligations CoCo devrait continuer à offrir stabilité et attrait aux investisseurs, malgré les incertitudes occasionnelles. Il est à noter que les CoCo AT1 ont maintenu leur surperformance par rapport à d'autres catégories d'actifs comparables depuis leur création, et ont également affiché une volatilité nettement plus faible que l'indice STOXX Europe 600 Bank.

Illustration 2 : Rendements cumulés



Source : WisdomTree, Bloomberg. Période du 31 décembre 2013 au 30 juin 2024. Sur la base des rendements en EUR. Tous les indices obligataires sont des indices de rendements totaux et tous les indices boursiers sont des indices de rendements totaux nets. **Les performances incluent des données rétrospectives.** La performance de l'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 s'appuie sur la version couverte en EUR de la stratégie. L'indice iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 (couvert en EUR) a commencé à être calculé en temps réel le 9 mars 2018. **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.**

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.