AT1 CoCo: una ritrovata monotonia

Pubblicato il 10 agosto 2026

Ayush Babel
Director, Quantitative Research

Prof. Wim Schoutens
Professor at the University of Leuven, Belgium

Punti chiave

- I Coco AT1 si stanno affermando come una asset class matura. L'assenza di turbolenze di mercato nonostante le tensioni geopolitiche, i fondamentali bancari solidi e le negoziazioni regolari suggeriscono che gli AT1 abbiano superato la loro reputazione di mercato di nicchia caratterizzato da elevata volatilità.
- I rendimenti più elevati sono determinati dai tassi di interesse, non da un indebolimento del credito. Gli spread creditizi rimangono vicini ai minimi storici, mentre i rendimenti più elevati dei titoli di Stato hanno spinto al rialzo i rendimenti complessivi, migliorando le opportunità di reddito senza un deterioramento della qualità del credito bancario.
- Sarà il carry a trainare le performance da qui in avanti. Con gli spread già vicini ai minimi storici, i margini per una loro ulteriore riduzione risultano contenuti. Fattori tecnici solidi, basso livello di offerta netta e bilanci bancari in buona salute continuano a fornire sostegno, ma i rendimenti futuri dovrebbero derivare principalmente dal reddito da cedola piuttosto che dalle plusvalenze.

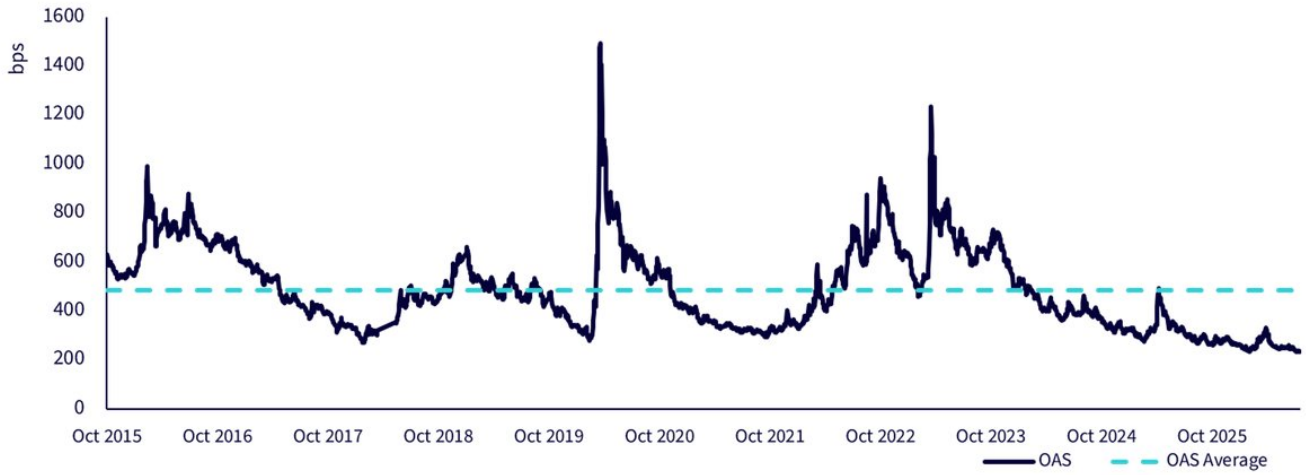
I titoli Additional Tier 1 (AT1) hanno finalmente smesso di fare notizia, e questo potrebbe essere l'andamento più significativo all'interno di questa classe di attività. Gli spread si attestano intorno ai minimi storici. I rendimenti sono aumentati, ma per ragioni che non hanno nulla a che vedere con il credito. I risultati bancari finora sono stati insignificanti. Le emissioni hanno subito un rallentamento per il periodo estivo. I titoli Restricted Tier 1 (RT1) seguono l'andamento degli AT1. Questo è il quadro del trimestre.

Per la maggior parte delle classi di attività, ciò non meriterebbe nemmeno un paragrafo, figuriamoci un articolo sul blog. Per gli AT1 invece vale la pena dedicare sia l'uno che l'altro, perché per gran parte della storia di questo mercato, "non è successo nulla" non era una frase che qualcuno avrebbe potuto pronunciare. L'aspetto più interessante degli AT1 nel secondo trimestre è proprio quanto siano diventati poco interessanti. Questa situazione sembra meno una fase di stallo e appare sempre più in linea con una asset class più matura.

Gli spread si sono ridotti raggiungendo il minimo storico

L’OAS (Option Adjusted Spread) ha trascorso il trimestre tornando gradualmente verso il minimo storico registrato a febbraio. Ricordiamo l’andamento dello scorso trimestre: lo scoppio del conflitto con l’Iran ha spinto l’indice brevemente oltre i 300 punti base a marzo. Il ritorno al livello precedente è avvenuto nel giro di poche settimane. Il mercato ha assorbito uno shock geopolitico in tempo reale ed è tornato vicino ai minimi nel giro di un trimestre, senza subire impatti permanenti sul mercato primario e senza registrare vendite forzate significative.

Figura 1: OAS storico dei titoli AT1



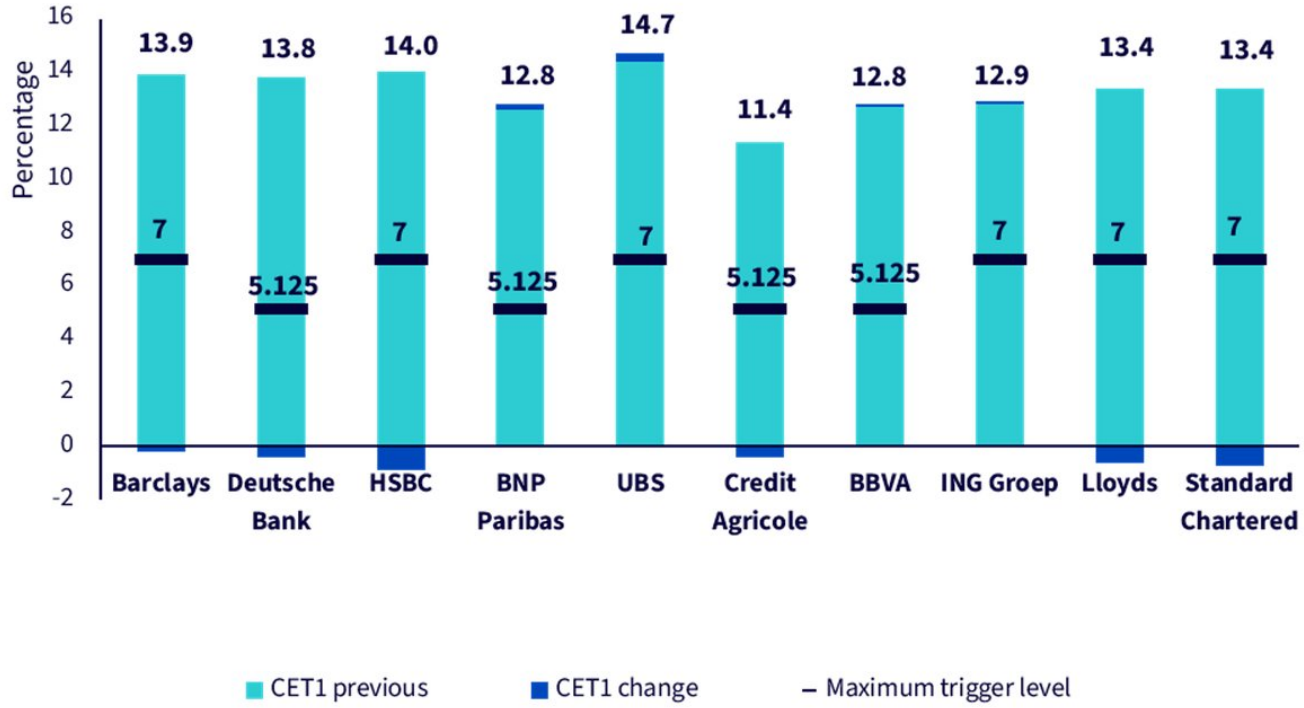
Fonte: WisdomTree, Markit. Periodo dal 1° ottobre 2015 al 20 luglio 2026. I calcoli includono dati sottoposti a backtest. L’OAS riportato da Markit viene calcolato in base alla ponderazione del valore di mercato corretta per la durata effettiva. Le date di esercizio utilizzate nel calcolo dell'OAS dei singoli titoli vengono ripristinate alla fine del mese nel caso in cui i titoli non vengano rimborsati anticipatamente. Questo approccio di calcolo influisce sui valori dell’OAS dell’indice nel corso del mese fino a quando le date di scadenza non vengono azzerate. La strategia è rappresentata dall’iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index. **Non è possibile investire direttamente in un indice. I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri e il valore degli investimenti può subire flessioni.**

Da qualsiasi punto di vista storico, i livelli attuali sono elevati, ma il mercato non sembra preoccuparsene, e questo trimestre non gli ha dato alcun motivo per farlo. I rendimenti complessivi di questa classe di attività sono più alti rispetto a tre mesi fa. Sarebbe facile interpretare questo fenomeno come una rivalutazione del rischio. Ma non è così. La componente dello spread è rimasta stabile vicino ai minimi per tutto il trimestre; il movimento è derivato interamente dai tassi di base, mentre le curve dei titoli di Stato hanno registrato un andamento al rialzo. La performance mark-to-market di questo trimestre è stata determinata dalla duration, non dal credito. Gli spread attuali suggeriscono che il mercato non stia richiedendo una compensazione sostanzialmente maggiore per l’assunzione del rischio bancario junior. Per gli investitori orientati al rendimento, il calcolo numerico è silenziosamente migliorato: i rendimenti nominali d'ingresso sono migliori rispetto a quelli della scorsa primavera, per ragioni che non hanno nulla a che vedere con le banche stesse.

Il settore bancario si mantiene solido

Nel frattempo, è in corso la stagione dei bilanci del primo semestre 2026. La maggior parte delle banche ha già pubblicato i propri risultati e, in tutta onestà, non c'è nulla di particolare da segnalare. I coefficienti patrimoniali rimangono ampiamente al di sopra dei requisiti. La qualità degli attivi è stabile. La redditività continua a essere sostenuta dal contesto dei tassi, per i motivi discussi lo scorso trimestre: le banche realizzano un margine tra il tasso applicato sugli attivi e quello pagato sui depositi, e il perdurare di tassi più elevati mantiene tale margine solido. L'assenza di valori anomali è di per sé l'osservazione principale. La capacità di pagamento delle cedole è ampia, la distanza dalle soglie di attivazione è considerevole. Il rafforzamento dei bilanci bancari ha contribuito a rendere più stabili le condizioni di negoziazione dei titoli AT1.

Figura 2: Riserve patrimoniali dei primi 10 emittenti di titoli CoCo AT1



Fonte: WisdomTree, Markit, Bloomberg Finance L.P., risultati finanziari dei rispettivi emittenti. Dati al 30 giugno 2026. La variazione del CET1 rappresenta la variazione del valore dei coefficienti CET1 rispetto ai dati disponibili al 30 giugno 2026 (generalmente relativi al primo trimestre 2026) rispetto agli ultimi dati disponibili al 31 marzo 2026 (generalmente relativi al quarto trimestre 2025). L'assenza di variazioni può indicare che il ciclo di rendicontazione non è ancora terminato. Il coefficiente CET1 è il coefficiente di capitale Common Equity Tier 1 riportato su base fully loaded, disponibile su Bloomberg Finance L.P. e tratto dagli ultimi risultati finanziari dell'emittente, qualora non fosse riportato su Bloomberg Finance L.P. Il livello di trigger massimo è rappresentato dal trigger massimo osservato su tutte le emissioni CoCo di un determinato emittente. La strategia è rappresentata dall'iBoxx Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1 Index. **Non è possibile investire direttamente in un indice. I rendimenti passati non sono indicativi dei rendimenti futuri e il valore degli investimenti può subire flessioni.**

Le nuove emissioni hanno subito un brusco rallentamento con l'avvicinarsi dell'estate, come accade di solito. Ma l'effetto stagionale spiega solo in parte la situazione. La maggior parte degli emittenti ha gestito il proprio programma di rimborso anticipato del 2026 all'inizio dell'anno, trovando condizioni convenienti, e ora non ha alcuna fretta di tornare sul mercato. Nessuno ha la necessità assoluta di emettere nuovi titoli.

Conclusione: il carry potrebbe determinare i rendimenti futuri

Vale la pena fare un passo indietro e chiedersi perché questo trimestre sia stato così calmo, perché la risposta non è la fortuna. Questo mercato ha vissuto un decennio di formazione sul campo. Allarmato dalla crisi delle cedole di Deutsche Bank nel 2016, ha compreso l'importanza delle componenti distribuibili, mentre gli eventi di marzo 2020 hanno fornito una lezione fondamentale sulla liquidità. La svalutazione di Credit Suisse nel marzo 2023 è stata il più grave elemento di tensione mai registrato da questa classe di attivi. Con circa 17 miliardi di dollari di titoli azzerati, l'intera categoria si è trovata di fronte a un bivio esistenziale, che ha ricevuto una risposta decisa dalle autorità europee e britanniche riguardo alla collocazione dei bond AT1 nella gerarchia dei creditor. Ciascun episodio ha portato a una maggiore comprensione da parte del mercato di come funziona questa classe di attività. Gli anni successivi sono stati un percorso di normalizzazione. Gli emittenti hanno rimborsato le obbligazioni nei tempi previsti e il mercato ha imparato a valutare il rischio di proroga anziché farsi prendere dal panico. La stessa UBS è tornata a emettere titoli AT1 a pochi mesi dall’acquisizione di Credit Suisse. La base degli investitori si è istituzionalizzata e ampliata. Le nuove emissioni sono ormai operazioni di routine piuttosto che eventi straordinari.

È questo il contesto in cui va letto il secondo trimestre. Una classe di attività che, una volta rivalutata sulla scia di un singolo titolo, ha assorbito lo scoppio di una guerra, ha registrato un ampliamento di 80 punti base, ed è tornata ai minimi. Poi ha trascorso tre mesi senza alcuna variazione. Ecco come si presenta una classe di attività ormai consolidata: previsioni e cedole prevedibili, trattamento normativo ben definito e volatilità che si sposta altrove.

Ma puntare sui minimi è un'operazione asimmetrica. Con gli spread vicini ai minimi storici, c'è molto più spazio per un loro ampliamento piuttosto che per una loro contrazione. La fase di plusvalenze di questo ciclo sembra ormai in gran parte esaurita. Da questo punto in poi, il carry sembra destinato a diventare il principale motore dei rendimenti, se gli spread rimarranno vicini ai livelli attuali.

In sintesi, gli spread sono bassi, i rendimenti sui tassi sono in rialzo, i fondamentali sono stabili e l’offerta è contenuta. Nel corso del trimestre non si sono verificate perturbazioni di rilievo nel mercato degli AT1, e questa stabilità è di per sé degna di nota. Gli AT1 si sono guadagnati nel corso degli anni il diritto di essere considerati poco stimolanti, e in questo trimestre lo hanno ampiamente dimostrato.

Le obbligazioni CoCo AT1 sono strumenti subordinati e comportano rischi aggiuntivi rispetto alle obbligazioni societarie convenzionali, tra cui la possibilità di annullamento della cedola, conversione in azioni o riduzione del capitale in determinate circostanze. Il loro valore può sia aumentare che diminuire e gli investitori potrebbero perdere una parte o l’intero importo del proprio investimento.

Informazioni importanti

La presente documentazione è stata redatta da WisdomTree e dalle sue affiliate e non costituisce previsione, ricerca, consulenza di investimento, raccomandazione, offerta o sollecitazione ad acquistare o vendere titoli o ad adottare qualsivoglia strategia di investimento. Le opinioni espresse sono aggiornate alla data di redazione della documentazione e possono cambiare a seconda del variare delle condizioni. Le informazioni e le opinioni riportate nella presente documentazione derivano da fonti proprietarie e non proprietarie. Pertanto, WisdomTree, le sue affiliate o i suoi incaricati, dipendenti o agenti non garantiscono la correttezza e l'affidabilità delle stesse e declinano qualsiasi responsabilità derivante da errori e omissioni (ivi compresa la responsabilità nei confronti di qualunque persona per negligenza). Fare affidamento sulle informazioni nel presente materiale è ad esclusiva discrezione del lettore. I rendimenti ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile dei rendimenti futuri.