

AT1 CoCos : Les grandes questions de l'année 2024

Achévé de rédiger
le 15|01|2024

L'année 2023 fut bien chaotique pour les AT1 CoCos. Entre la disparition d'environ 7% du gisement à la suite de la dépréciation des titres de Credit Suisse et le traumatisme qui s'en est ensuivi, la classe d'actifs semblait bien moribonde, avant de retrouver grâce aux yeux des investisseurs au cours du dernier trimestre de l'année, avec des niveaux de demande record pour les émissions primaires et le retour en fanfare d'UBS, comme symbole d'un engouement retrouvé. Tout est bien qui finit bien ? C'est ce que nous allons voir.

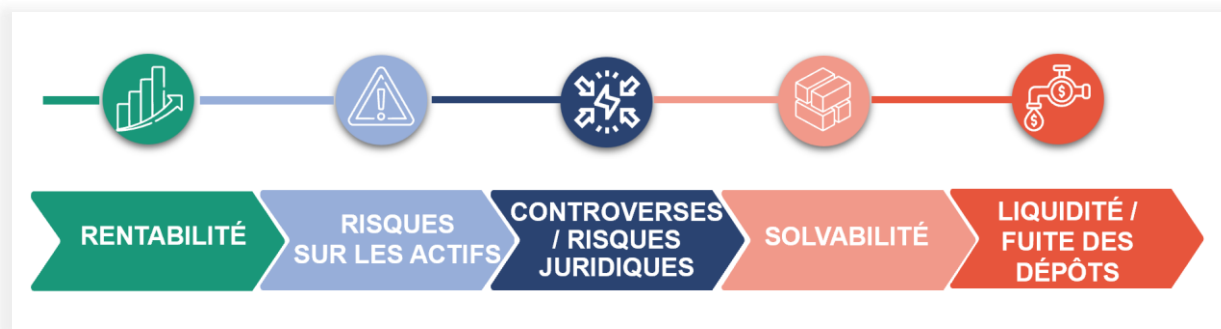
Nous comptons ici répondre aux principales interrogations qui agitent les investisseurs en ce début d'année : la panne de productions de prêts est-elle un risque ? La baisse des taux met-elle en danger la rentabilité subrepticement retrouvée des établissements de crédit ? L'immobilier commercial peut-il faire dérailler les provisions pour risques de crédit ? Y'aura-t-il des non-calls d'AT1 et ceux-ci peuvent-ils perturber les marchés ? Le portage est-il un argument suffisant pour détenir des AT1 CoCos ? Comment jouer ce segment de marché en 2024 ?

1/ Des colosses aux pieds d'argile : peut-on voir d'autres faillites/sauvetages de banques ? La dégradation des fondamentaux est-elle inéluctable ?

Cela paraît déjà loin, et pourtant, il y a moins d'un an, Silvergate Bank, Signature Bank, Silicon Valley Bank, First Republic Bank et Credit Suisse ont explosé en l'espace de quelques semaines. Si les trois premières ont été mises en résolution, les deux dernières ont été sauvées des eaux par un autre établissement bancaire, mais le prix à payer dans le cas de Credit Suisse fut celui d'une dépréciation totale de près de 16mds\$ d'AT1 CoCos. Nous ne reviendrons pas ici sur les causes et conséquences de ces placements en résolution, que nous avons abondamment commenté l'an passé, mais plutôt sur le risque que de tels évènements se reproduisent cette année.

Bien qu'il soit présomptueux de croire qu'aucune résolution ne puisse se produire en 2024, il faut cependant des conditions nécessaires (ici simplifiées à l'extrême) :

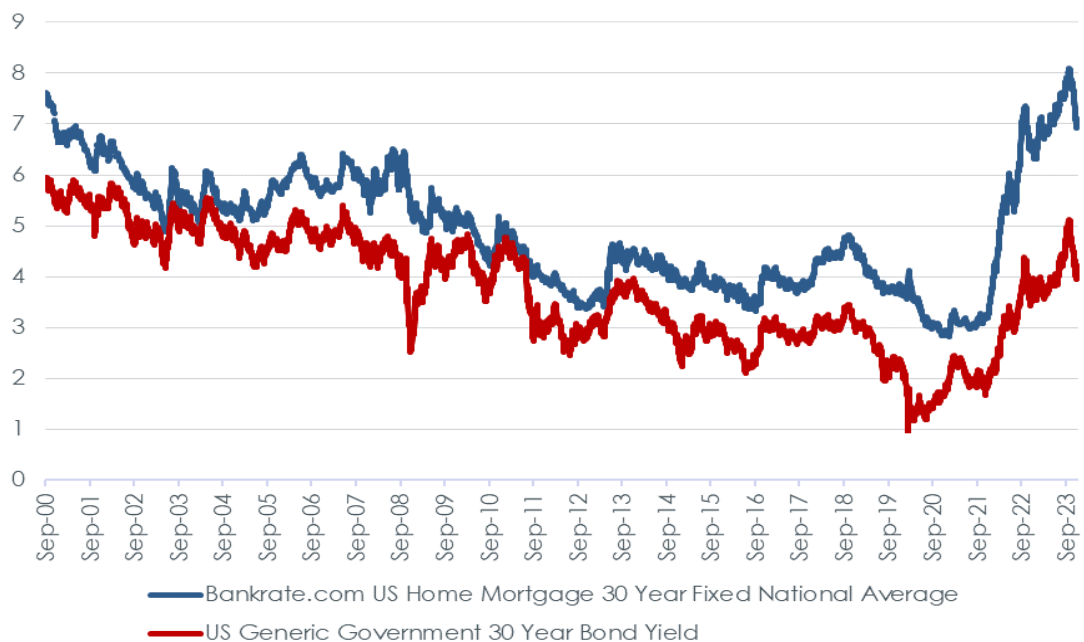
- Un problème financier / de gouvernance considérable et non résoluble facilement...
 - ❖ ... et qui entraîne une panique sur les dépôts de la clientèle ou chez les contreparties...
 - ❖ ... Avec un effet auto-réalisateur, obligeant la banque à être placée en résolution.



Aux États-Unis, la mise en place du Bank Term Funding Program (BTFP) et la sauvegarde de tous les dépôts des banques placées en résolution a permis d'éviter une contagion plus large de la crise des banques régionales. Mieux que ça, l'attention médiatique s'est rapidement détournée des maux des banques régionales, ce qui a suffi à ramener de la sérénité et de la stabilité dans l'orientation des dépôts.

Nous gardons cependant une forte prudence quant aux banques régionales américaines, qui demeurent bien plus exposées que les 6 plus grandes banques à l'immobilier commercial, tout en subissant des pressions sur (i) la rémunération des dépôts, toujours insuffisante face aux fonds monétaires locaux, (ii) la production de prêts, au ralenti malgré un possible regain de vigueur si les taux d'emprunts s'ajustent sur des niveaux plus faibles (cf. graphique) et (iii) les distributions à leurs actionnaires, étant donné qu'elles vont devoir (enfin) respecter des ratios de solvabilité plus élevés et des ratios de liquidité et de détention de dettes obligataires (*Long-term debt requirement* ; ce qui existe en Europe depuis plus de 7 ans).

Evolution du taux souverain américain à 30 ans et du taux d'emprunt hypothécaire à 30 ans aux USA (en %)



Sources: Bankrate.com, Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

L'absence totale de supervision prudentielle constatée pour un établissement tel que Silicon Valley Bank¹ peut laisser craindre que d'autres établissements ne soient gérés de manière aussi amateur, bien que nous ne craignons pas de quelconque crise systémique. En effet, les plus grands établissements sont bien plus robustes, et proprement régulés, et bénéficient en général des fuites de dépôts des établissements de tailles moindres, et, d'autre part, les régulateurs et le personnel politique n'auront certainement pas peur d'octroyer d'autres « backstops », à l'instar du BTFP, ou mesures de sauvegardes à l'échelle fédérale (mise en place d'une « bad bank » par exemple ou d'un TARP² bis), surtout lors d'une année d'élection présidentielle.

¹ La banque n'avait pas eu de Chief Risk Officer pendant 9 mois et n'avait, semble-t-il, pas jugé bon de faire des swaps pour couvrir son bilan contre les risques de hausses de taux d'intérêts, ce qui avait précipité ses pertes au moment de devoir liquider des actifs obligataires fin 2022-début 2023, sans que cela n'émeuve ses régulateurs.

² Troubled Asset Relief Program.

En Europe, le spectre Credit Suisse ne rôde plus et les établissements systémiques n'affichent pas de défaillances de gouvernance significatives, selon nous. Certains sujets attirent néanmoins l'attention :

❖ **Les banques plus fortement exposées à l'immobilier commercial et la hausse potentielles des provisions.** Il existe deux types de banques plus fortement exposées à ce secteur : les banques suédoises (SEB AB, Svenska Handelsbanken, Swedbank...) et les banques germaniques (Helaba, Deutsche Pfandbriefbank, Aareal Bank...).

- Les banques allemandes ont la particularité d'être notamment exposées à l'immobilier commercial américain, et sont clairement identifiées sur les marchés, puisque leurs obligations traitent avec des décotes significatives, notamment depuis l'avertissement sur résultats de Deutsche Pfandbriefbank en novembre 2023. Des banques de détail allemandes exposées à des segments de marchés américains en souffrance sur des montants non négligeables, cela rappelle de mauvais souvenirs.
- Les banques suédoises sont, quant à elles, surtout exposées à l'immobilier nordique et aux sociétés foncières locales, dont certaines sont en fortes difficultés (SBB, Heimstaden Bostad). A la différence des banques allemandes, les banques suédoises n'ont quasiment pas renforcé leurs provisions au cours des derniers trimestres, estimant que les surcroûts de dotations effectués lors de la crise du Covid-19 suffisaient pour le moment à parer à la détérioration de leur marché. Pas sûr que ce discours puisse encore être de rigueur cette année si la situation perdure.
- Plus généralement, les banques européennes ont effectué assez peu de provisions sur les 9 premiers mois de l'année 2023, au regard de leur « coût du risque »³ historique. Cela peut se justifier par le maintien de conditions macroéconomiques convenables et de ratios de prêts douteux à leurs niveaux les plus faibles (1.8% des prêts en moyenne pour les banques européennes d'après les données de l'EBA à fin septembre 2023). Si les projections de provisions pour 2024 de la part des managements des établissements nous paraissent faibles, elles pourraient augmenter plus fortement en cas de détérioration plus forte de l'environnement macroéconomique. Néanmoins, nous n'attendons pas de hausse significative des ratios de prêts douteux en Europe, qui sont notamment un indicateur décalé (et en retard) sur l'évolution des taux de chômage dans chaque pays concerné.

❖ **La pression sur les marges nettes d'intérêts.** Alors même que les banques retrouvent enfin de l'air après des années de taux négatifs (voir *évolution du RoE moyen du secteur ci-dessous*), voici que leurs marges nettes d'intérêts se retrouvent déjà menacées. Ceci est la résultante d'une production de nouveaux prêts très faible étant donné les taux proposés aux clients, d'une guerre des dépôts à l'œuvre dans plusieurs pays en Europe (la concurrence est féroce pour proposer des taux de rémunération attractifs pouvant excéder 3-4% sur des dépôts à terme) et la disparition de la rémunération des réserves obligatoires auprès de la BCE depuis juillet 2023⁴. Ces facteurs ne devraient pas s'améliorer au cours de l'année 2024, que ce soit sur l'évolution attendue des taux des banques centrales (et la lente répercussion sur les taux des prêts proposés à la clientèle) ou bien la hausse éventuelle des réserves minimum auprès de la BCE.

Tous les éléments décrits ci-dessus pointent vers une dégradation potentielle des fondamentaux des banques, qui sont sur une base qualitative très élevée. Est-ce un risque pour les valorisations des obligations du secteur bancaire, et plus particulièrement pour les AT1 CoCos ? Nous ne le pensons pas, car :

(i) **L'évolution des fondamentaux du secteur bancaire (rentabilité, santé bilancière, solvabilité) n'a absolument aucune corrélation avec les spreads obligataires**, sinon

³ Le coût du risque évalue l'effort de provisionnement d'une banque sur une période, en comparaison de son portefeuille de prêts.

⁴ ECB adjusts remuneration of minimum reserves (europa.eu)

les spreads auraient dû se resserrer en 2022 (et non s'écarter fortement) et évoluer en ligne droite vers le resserrement depuis 2016 ; et

- (ii) **Il s'agit là avant tout de problématiques pour les actionnaires, et non pour les créanciers obligataires.** En effet, la première ligne de défense d'un compte de résultat qui se dégrade vient d'abord de la réduction des distributions sous formes de dividendes ou bien de rachats d'actions. Il convient de garder en tête que le secteur bancaire est fortement administré par les pouvoirs publics, qui contrôlent la politique de dividendes (cf. suspension totale durant 9 mois en 2020 lors de la crise du Covid-19) et les exigences de solvabilité et de liquidité des banques, tout en déterminant leur politique de risques (notamment sur les provisions pour risques de crédit) et de prêts.

Cela implique que la dégradation relative de la rentabilité en glissement annuel que nous attendons pour 2024 ne devrait pas constituer un signal d'alerte pour les créanciers, pour lesquels les ratios de solvabilité et de liquidité devraient demeurer très confortables.

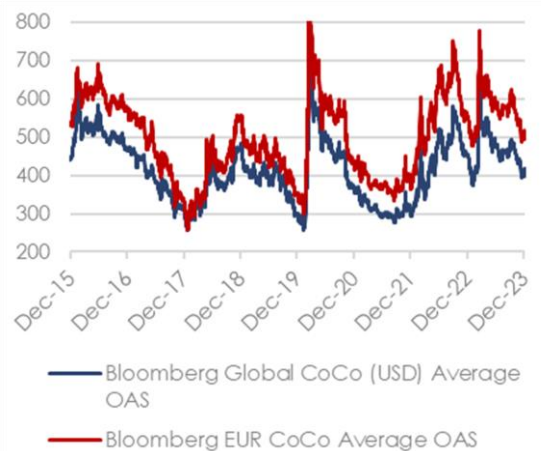
Nous restons plutôt à l'écart des AT1 CoCos suédoises, qui sont chères en valeur relative et pour lesquelles nous attendons une détérioration plus marquée des fondamentaux, et des banques allemandes les plus exposées à l'immobilier commercial américain, en raison d'une liquidité très détériorée sur leurs titres. Nous apprécions les banques espagnoles et italiennes, dont les fondamentaux sont les plus résilients dans cet environnement, avec des pressions moindres sur leur rentabilité et leurs marges, et qui disposent de provisions plus élevées que leurs homologues d'Europe continentale.

Evolution du « Return on Equity » moyen du secteur bancaire européen (en %)



Sources: European Banking Authority (EBA) risk dashboard.

Evolution du spread (OAS) moyen des CoCos en EUR et en USD (en bp)



Sources: Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

2/ Faut-il encore craindre les non-calls d'AT1 ?

Non, vraiment pas. **Les non-calls agitent bien plus l'inconscient et la mémoire collective des investisseurs⁵ que la réalité du marché des AT1 CoCos.** Non car ils n'existent pas, mais car ils n'ont PAS d'impact sur le marché dans son ensemble. C'était déjà le cas en 2019 lorsque Banco Santander fut la première banque à ne pas rembourser son AT1 CoCo (dans le format

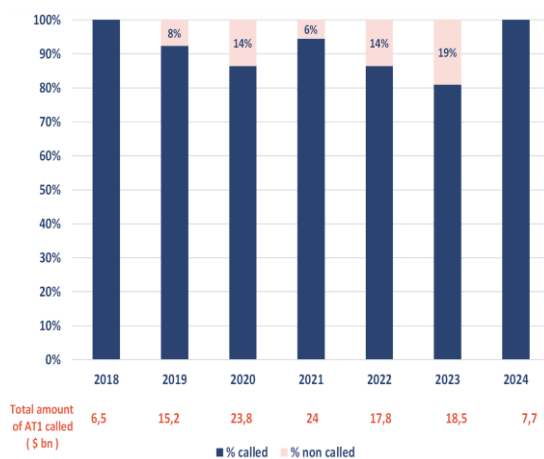
⁵ Il est temps d'oublier le non-call traumatique de la Tier 2 de Deutsche Bank en 2008, dont on me parle encore régulièrement. On a vu des dizaines et des dizaines de non-calls depuis !

dit de Bâle 3) ; ce fut encore le cas en 2023, comme nous allons l'illustrer, et ce sera encore le cas en 2024.

Voici tous les cas de non-calls intervenus en 2023 et les leçons que l'on peut en tirer :

- (i) **Santander** : le cancre a refait des siennes en étant la première « grande » banque à ne pas rembourser en 2023 son AT1 €5,25% callable le 29 septembre 2023, alors qu'elle aurait très bien pu la refinancer durant l'été. Non-prévoyance ou volonté de grappiller quelques points de base de coût de financement ? Toujours est-il que le titre, qui traitait vers 98-99%, n'a absolument pas été affecté par l'annonce du non-remboursement, celui-ci devenant callable tous les trois mois, avec un coupon recalculé à 8.123%. Le titre sera finalement remboursé en décembre 2023, Santander ayant effectué deux nouvelles émissions quelques semaines auparavant en novembre.
- (ii) **Aareal Bank, Deutsche Pfandbriefbank et Raiffeisen Bank International** : ces trois banques n'ont pas remboursé leurs AT1 respectives, mais cela était très largement attendu et reflété dans les prix des obligations, qui traitaient avec des décotes de 10-20 points de pourcentage. Ces trois banques font face à des problématiques sur leurs profils de crédit (immobilier commercial pour les deux Allemandes et présence en Russie pour Raiffeisen) et les titres d'Aareal et RBI avaient déjà fait l'objet de non-remboursements anticipés.
- (iii) **ZKB** : la banque cantonale du Zurich a fait brièvement parler d'elle sur le marché confidentiel des AT1 CoCos libellées en CHF, avec le non-call de son AT1 2,125% annoncé le 31 août 2023, qui a entraîné une baisse d'environ 4 points du titre, de 98.5% à 94.5% au moment de l'annonce, avant de rebondir et de retrouver la quasi-parité à 99.5% fin décembre 2023. Aucune réaction à noter sur les marchés € ou \$, ce titre étant essentiellement réservé à des clients particuliers locaux.

Répartition des calls et non-calls des AT1 des banques européennes



Sources: La Française AM, Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

Obligation AT1 européennes triées par dates de calls jusqu'en septembre 2024

Bond	Crcy	Coupon	Call date	Called?	Price	Reset spread (bp)	Comment
ACAFF 7.875 PERP	USD	7,875%	23/01/2024	Yes	100,1	490	Refinanced
BCPLL 9.25 PERP	EUR	9,250%	31/01/2024	Yes	100,2	941	
UBS 7 PERP	USD	7,000%	31/01/2024	Yes	100,0	434	Refinanced
SANTAN 7.5 PERP	USD	7,500%	08/02/2024	Yes	100,1	499	Refinanced
SHBASS 6.25 PERP	USD	6,250%	01/03/2024	No	99,8	369	
KBCBB 4.75 PERP	EUR	4,750%	05/03/2024	Yes	100,1	469	Refinanced
BNP 6.625 PERP	USD	6,625%	25/03/2024	No	99,7	415	Refinanced
DANBANK 6.125 PERP	USD	6,125%	28/03/2024	No	99,6	390	
BBVASM 6 PERP	EUR	6,000%	29/03/2024	No	99,9	604	Refinanced
VOVWIBA 7.75 PERP	EUR	7,750%	09/04/2024	No	98,3	788	
ERSTBK 6.5 PERP	EUR	6,500%	15/04/2024	No	100,0	620	Refi. + tender
INTNED 6.75 PERP	USD	6,750%	16/04/2024	No	99,5	420	
ISPIIM 6.25 PERP	EUR	6,250%	16/05/2024	No	100,2	586	Refi. + tender
LPTY 7.375 PERP	EUR	7,375%	29/05/2024	No	100,3	756	
UCGIM 8 PERP	USD	8,000%	03/06/2024	No	99,8	518	
VMUKLN 9.25 PERP	GBP	9,250%	08/06/2024	No	100,2	831	Refi. + tender
CABKSM 6.75 PERP	EUR	6,750%	13/06/2024	No	100,3	650	Refi. + tender
BACR 8 PERP	USD	8,000%	15/06/2024	No	99,3	567	Refinanced
BAMIM 8.75 PERP	EUR	8,750%	18/06/2024	No	101,4	892	Refi. + tender
SANUK 6.75 PERP	GBP	6,750%	24/06/2024	No	99,7	607	
LLOYDS 7.5 PERP	USD	7,500%	27/06/2024	No	99,3	476	
BAERVX 4.75 PERP	USD	4,750%	12/09/2024	No	93,1	284	
BACR 5.875 PERP	GBP	5,875%	15/09/2024	No	96,4	519	
HSBC 6.375 PERP	USD	6,375%	17/09/2024	No	99,4	371	
SWEDA 5.625 PERP	USD	5,625%	17/09/2024	No	98,2	413	
COVBS 6.875 PERP	GBP	6,875%	18/09/2024	No	97,9	611	
ACAFF 6.875 PERP	USD	6,875%	23/09/2024	No	99,5	432	
NDASS 6.125 PERP	USD	6,125%	23/09/2024	No	99,1	339	

Sources: La Française AM, Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

S'il n'y a pas lieu de pousser des cris d'orfraie lors des non-calls d'AT1, c'est tout simplement car **c'est le marché qui décide de la capacité ou non d'un émetteur à rembourser son titre par anticipation**, en valorisant le titre essentiellement sur son hypothèse (et donc coût) de refinancement. C'est la raison pour laquelle il n'y a aucune courbe de rendements ou de spreads linéaire sur les AT1 CoCos : elles traitent pour un même émetteur quasi uniquement

en fonction de leur probabilité de remboursement à un instant « t ». Cela est valorisé en comparant le spread de l'émission par rapport au « reset spread » servant de base au calcul du nouveau coupon⁶.

Pour simplifier grossièrement, plus le coupon existant d'un titre est faible, plus sa probabilité de remboursement est considérée comme faible, ce qui explique pourquoi certaines obligations traitent à des niveaux structurellement très décotés (par exemple : La Banque Postale €3%, dont le prix a oscillé entre 58% et 75% en 2023 pour une première date de call en 2028. **Les prix des AT1 reflètent donc avant tout l'obsession des investisseurs sur les calls, ce qui rend les surprises d'annonces très rares.**

Si les émetteurs adoptent un comportement amical avec les porteurs d'AT1 en refinançant leurs titres bien en amont de leur date de remboursement, cela a tendance à jouer favorablement sur l'ensemble de la courbe de l'émetteur, ou au moins sur la partie courte, par un effet de confiance des investisseurs, qui permet en retour à l'émetteur de venir se financer à des coûts comparables, voire inférieurs, à ceux des titres en circulation.

Cette boucle de rétroaction positive a pu avoir ses limites dans des marchés crédits très volatils, avec de brusques écartements de spreads, mais les émetteurs ont trouvé une parade efficace : **le lancement conjoint d'une offre de rachat sur le titre bientôt remboursable avec l'émission du nouveau titre**. Cette astuce a permis à des émetteurs de second rang ayant un accès plus délicat au marché primaire de « roller » leurs échéances sans accroc. On peut citer comme exemple emblématique Bank of Cyprus, qui a pu refinancer son titre 12.25% dont l'échéance était au 19 décembre 2023 avec 6 mois d'avance grâce à une offre de rachat couplée d'un nouveau titre émis avec un coupon de 11.875%. De nombreuses autres banques ont fait de même sur leurs AT1, comme Abanca, Erste Bank, Intesa Sanpaolo, CaixaBank, Banco BPM, Virgin Money (voir tableau de calls ci-dessus), et on note plusieurs opérations semblables sur des Tier 2.

En conclusion, les calls des AT1 ne sont pas un sujet où des surprises se matérialisent et bouleversent les valorisations, puisque le marché évalue et ré-évalue en permanence ces hypothèses à chaque instant. Dit autrement, c'est le marché qui fait les calls, et non les calls qui font le marché.

Cela implique que l'offre de nouveau papier ne soit pas non plus un sujet véritable, puisque les émissions d'AT1 sont aujourd'hui quasiment uniquement liées à du refinancement. Et les émetteurs savent fluidifier le marché via des offres de rachat en parallèle des nouvelles émissions, ce qui permet une stabilité plus forte des valorisations sur les échéances proches.

3/ Quelles vont être les moteurs de performance des AT1 cette année ? Quelle place leur accorder dans une allocation ?

Les années 2022 et 2023 furent bien éprouvantes pour les gérants obligataires, et les gérants de dettes subordonnées ont aussi eu leur lot d'émotions avec la brève crise bancaire de février-mars 2023, qui a remodelé l'univers des AT1 en faisant disparaître environ 7% de l'univers avec la dépréciation totale des titres de Credit Suisse.

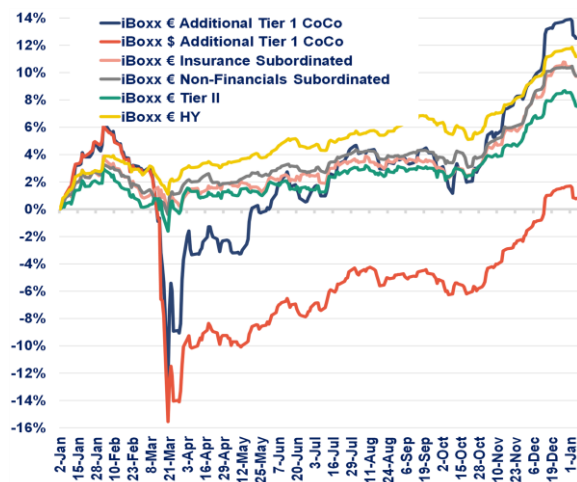
Si le rebond à la suite de la chute de la banque suisse a été immédiat et très fort, grâce aux Hedge Funds qui ont opportunément ramassé beaucoup de papier, celui-ci s'est surtout affirmé dans le sillage du grand rallye obligataire du dernier trimestre de l'année 2023 (voir graphique de performance ci-dessous). Cette période d'euphorie a été marquée par le **retour en grâce d'UBS sur le marché primaire des AT1**, où la demande a atteint 36mds\$ pour les deux nouvelles émissions du groupe, dont le montant émis cumulé s'est établi à 3,5mds\$. Au-delà du symbolisme de cette transaction, son succès a surtout mis en avant le début d'un

⁶ Pour rappel : nouveau coupon en cas de non-call = taux de base de type taux swap à 5 ans + « reset spread ». Le « reset spread » est la marge de crédit lors de l'émission et reste la même durant toute la vie du titre (pas de « step-up » possible, c'est interdit dans les règles de Bâle 3).

retour à la normalité pour ce segment de marché, avec une demande bien plus forte pour les nouvelles transactions et un appétit visiblement retrouvé de davantage d'investisseurs.

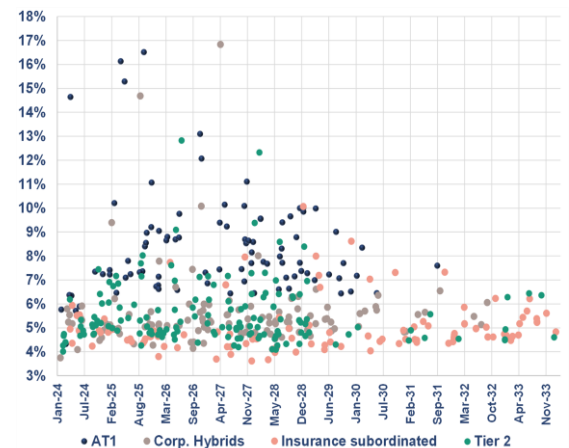
Ce début d'année 2024 encapsule cependant ce que les gérants crédit ont eu à subir depuis plusieurs trimestres, à savoir une forte versatilité du sentiment de marché, liée à la volatilité des taux et aux mouvements erratiques des indices de crédit tels que l'iTraxx Crossover. Au-delà des variations de prix ou de rendements, cela se remarque jusque dans les dynamiques de demandes pour les nouvelles émissions d'AT1 ces derniers jours. Crédit Agricole et CaixaBank ont rouvert le marché dès la première semaine de janvier, mais n'ont pas attiré une demande considérable pour leurs nouvelles émissions libellées en €, couvrant environ seulement deux fois les montants émis, là où la banque italienne Banca Popolare dell'Emilia Romagna a pu attirer 6 fois plus de demande que ce qu'elle n'a émis (plus de 3mdsEUR de demande pour 500mEUR émis) pour son émission inaugurale, ce qui n'est jamais évident pour des banques domestiques moins connues.

Evolution de la performance des segments de dettes subordonnées et du HY€ depuis fin 2022 (en %)



Sources: La Française AM, Markit, Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

Mapping des rendements au call d'une sélection de titres subordonnés en fonction de leurs dates de calls et de leur segment (en %)



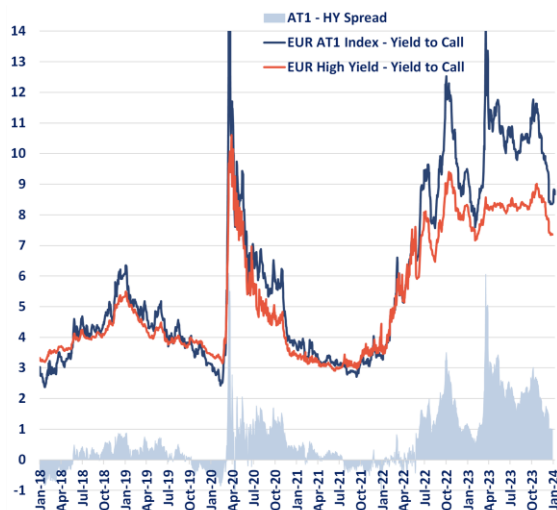
Sources: La Française AM, Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

La volatilité des taux et des performances sur les marchés du crédit, bien qu'encore considérable, a cependant diminué significativement depuis six mois, ce qui permet d'envisager l'année 2024 avec un peu plus de sérénité quant aux dynamiques de flux sur nos classes d'actifs. **Les niveaux de rendements moyens au call et à maturité (i.e. perpétuité) des AT1 CoCos sont toujours sur des bases historiques élevées, et celles-ci demeurent décotées face au High Yield européen** (cf. graphiques ci-dessous). La thèse d'investissement dans la classe d'actifs en 2024 est donc toujours valable, et ce même après la forte performance du T4 2023, avec un niveau de portage conséquent en dépit du resserrement de la base de taux et de spread depuis novembre 2023.

Comment choisir son timing pour investir sur la classe d'actifs ? La réponse pourrait être similaire selon nous à celle d'un investissement sur des emprunts d'Etats. Les AT1 sont un gisement de marché où il y a aujourd'hui peu d'éléments spécifiques/idiosyncratiques, depuis que la crise de Credit Suisse s'est résorbée, ce qui permet de l'envisager – de manière simplificatrice – comme **un pari avec levier sur les taux**. L'on pourrait objecter qu'un écartement des spreads pourrait se matérialiser, mais le niveau de portage embarqué est suffisant pour compenser cela, et les spreads ont été ces dernières années surtout corrélés

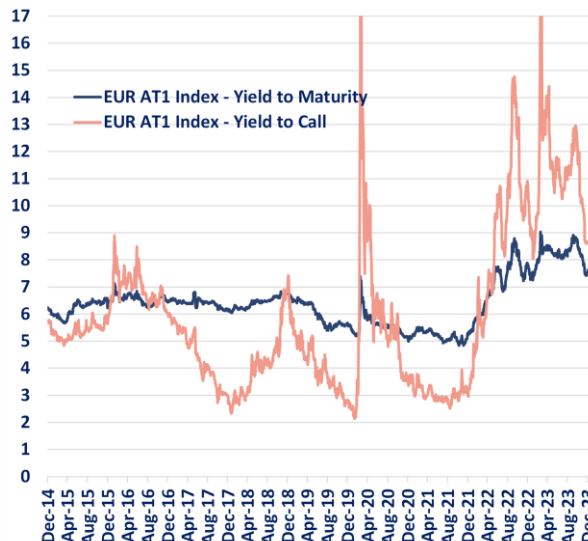
à la directionnalité et la volatilité des taux souverains, et non aux soubresauts de la santé économique des émetteurs.

Evolution des rendements au call et à maturité (i.e. perpétuité) moyen des AT1€ (en %)



Sources: La Française AM, Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

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



Sources: La Française AM, Bloomberg. Données au 9 janvier 2024.

En termes d'allocation

- ❖ Nous préférons les AT1€ aux AT1\$, du fait d'un rendement ajusté du coût de couverture du risque de change plus favorable et d'une sensibilité aux soubresauts des taux souverains moindre sur le gisement €.
- ❖ Nous préférons les AT1 à coupons élevés et moyennement élevés (i.e. supérieurs à 5%), qui affichent certes moins de convexité que celles à coupons plus faibles, mais sont plus résilientes dans les phases de baisse du marché.
- ❖ Nous évitons les AT1 d'émetteurs fortement exposés à l'immobilier commercial (banques suédoises et certaines banques allemandes).
- ❖ Nous apprécions en outre les Tier 2 bancaires en complément des AT1 CoCos, qui offrent des rendements attractifs en moyenne et sont encore décotées par rapport à leur valeur de remboursement, qu'elles soient en structures « callables » pour jouer leur convexité, ou bien sur des structures sans remboursement anticipé afin de jouer des mouvements de resserrements des taux.

Jérémie Boudinet, Responsable de la Gestion Crédit Investment Grade.