



# PERSPECTIVES

Ce que les gérants prévoient

Lettre n° 116

Janvier 2015



xxx

xxx ! ■

Philippe Alter  
16 décembre 2014

■ **Métiers**

Résilience

Guillaume Nicoulaud, DTAM

■ **Techniques**

Coco's

Steven Groslin, ASG Capital

■ **Marchés actions Europe**

Le CAC à... 10 000 points !

Armin Zinser, Société de Gestion  
Prévoir

■ **Marchés actions internationales**

Bon choix, bonne fortune.

David Dehache, Société de Gestion  
Prévoir

■ **Marché aurifère**

Des prévisions déjouées

Martin Murenfeld, Dynamic Funds



**Investeam Europe**  
+ 33 1 78 09 54 10  
www.investeam.fr  
investeam@investeam.fr  
S.A.S. au capital de 45 000 €  
RCS Nanterre 451 840 292



**L**es Cocos — Contingent Convertible Bond — sont un nouveau type d'obligation de plus en plus répandu dans le monde du Fixed Income. Mais quel est donc cet animal financier et quels sont les risques liés à ce nouveau véhicule ?

#### Pare-chocs financiers

Les Cocos sont des dettes obligataires de banques formatées suivant des caractéristiques bien spécifiques et qui intègrent de nouvelles normes réglementaires, nées principalement de la crise financière de 2008/2009.

Ces dettes obligataires se situent quasiment au même rang que les actionnaires ordinaires en cas de faillite d'une banque. A cela s'ajoute une disposition : celle de ne pas payer de coupon dès lors que le maintien d'un seuil minimum de capitaux propres de l'émetteur n'est pas respecté. En d'autres termes, les autorités financières ont cherché à ce que les banques mettent en place, par le biais des Cocos, des pare-chocs financiers. Ces garde-fous ont vocation de permettre de renforcer la

structure de capitaux propres des banques tout en apportant un niveau supplémentaire d'absorption des pertes en cas de difficultés. En 2016, le marché des Cocos devrait atteindre les 200 milliards de USD. Mais quels sont les risques de ce nouvel instrument ?

#### Manque de recul...

A ce jour, le fonctionnement des Cocos n'a pas vraiment été testé. Depuis 2009, la restructuration des banques a permis d'améliorer la qualité de leurs bilans. Néanmoins, les banques restent des entités économiques endettées. En particulier, elles peuvent être sensibles et vulnérables à des situations de stress extrêmes dans l'avenir. Le parechoc Coco sera-t-il suffisant pour assurer la survie d'une banque en cas de problème ? L'expérience de cette situation reste à être démontrée.

Du côté des investisseurs, cette classe d'actifs donne actuellement une rentabilité annuelle de l'ordre de 5 à 7%, pour un risque potentiel de perte totale du capital investi. Dans un monde où les taux d'intérêt sont artificiellement bas, certains gestionnaires doutent que le retour sur investissement des Cocos compense suffisamment les risques encourus par ce type d'obligation.

#### ... Et de visibilité ?

A cela s'ajoute des risques sur les Cocos, liés au ratio réglementaire de fonds propres. Basé sur des données comptables, ces ratios sont difficiles à con-

naitre, à moins d'être très proche de la banque en question. Ces paramètres étant compliqués à anticiper, les investisseurs pourraient être vite découragés de détenir des Cocos par manque de visibilité sur la « comptabilité à venir de l'émetteur.

Dernièrement, l'avènement du non paiement du coupon d'une obligation Coco annoncera à la planète finance que le capital d'une banque se dégrade significativement. On ne peut pas exclure que cette nouvelle provoque une perte de confiance plus généralisée dans l'institution. Après tout, qui voudrait détenir ses fonds ou de la dette d'une banque subitement sous-capitalisé ?

**En cherchant à introduire de nouveaux garde-fous comme les Cocos, les autorités financières n'ont pas répondu aux réels problèmes du secteur bancaire...**

En cherchant à introduire de nouveaux garde-fous comme les Cocos, les autorités financières n'ont pas répondu aux réels problèmes du secteur bancaire, à savoir les tailles systémiques des banques et la séparation entre activités spéculatives et activités plus classiques de dépôt.

L'appétence pour les Cocos passera par la compréhension approfondie de leurs risques et par le fonctionnement efficient du marché financier pour cette nouvelle obligation. Tout cela, nous sera connu au fil du temps. ■

Steven Groslin  
Le 5 janvier 2015

