

Auteur: Benoit Robaux, gérant de portefeuilles obligataires

Display: 09-13.11.2026

Titre : Dette AT1 : trop d'acheteurs pour trop peu de papier ?

Chapo : Entre offre et demande : décryptage des ressorts techniques d'un marché difficile à ignorer.

Crédit Agricole sursouscrit dix fois malgré le risque français

Dix fois ! C'est le rapport entre la demande et l'offre pour la nouvelle obligation Additional Tier 1 (AT1) émise par Crédit Agricole en septembre dernier. L'opération, d'un montant fixé à 750 millions d'euros, a attiré près de 7,5 milliards d'euros d'ordres. Même constat pour la nouvelle AT1 de Société Générale, placée quelques jours plus tard pour un montant de 1,5 milliard de dollars, qui a recueilli pas moins de 4 milliards de dollars d'ordres. Et ce, alors même que toute l'Europe avait les yeux rivés sur le déficit budgétaire de la France, que le spread Bund-OAT s'envolait et que les marchés s'interrogeaient sur les expositions des banques françaises à la dette souveraine.

Un déséquilibre structurel

Ces deux exemples récents en disent long sur l'appétit des investisseurs. De fait, le déséquilibre entre l'offre et la demande sur le primaire AT1 est quasi structurel et loin d'être nouveau : en une décennie, les carnets d'ordres ont gonflé pour atteindre en moyenne six fois les montants émis, tandis que des ratios de sursouscription supérieurs à dix n'ont rien d'exceptionnel. En janvier 2026, l'AT1 de la banque britannique Paragon, spécialiste du crédit immobilier locatif, a été sursouscrite douze fois. En mai et juin, celles d'Helaba, en Allemagne, et d'Optima Bank, en Grèce, ont été sursouscrites onze fois. Le record revient à RCI Banque, la banque captive du groupe Renault : son AT1 de 400 millions d'euros, émise en septembre 2025, a été sursouscrite dix-huit fois !

Performance sur le « grey market »

Autre indicateur du dynamisme de la demande : la performance sur le marché « gris », c'est-à-dire le marché secondaire le jour même de l'émission. Émises « au pair » (c'est-à-dire au prix initial de 100), il n'est pas rare que les nouvelles AT1s clôturent leur première séance en forte hausse, souvent entre 100,5 et 101, y compris lorsque le marché est orienté à la baisse. Sur les banques de niche, le phénomène peut être encore plus marqué : en 2025, les AT1s de Metro Bank et Zopa Group (Royaume-Uni), de Banca CF+ (Italie) ou de CrediaBank (Grèce) s'échangeaient avec des bid-offers entre 102 et 103 le jour même de leur placement.

Un appétit peu sensible à la volatilité

Lorsque la conjoncture est moins propice à la prise de risque, la demande sur le primaire fléchit, mais reste soutenue. Ainsi, entre fin août et début novembre, alors que les marchés européens traversaient une phase de correction sur fond de hausse des taux et de tensions autour de la dette souveraine française, les nouvelles AT1s ont toutes été sursouscrites, quels que soient le pays et le profil de l'émetteur. Au Royaume-Uni, Nationwide et Barclays, en livre sterling, ont réuni quatre fois le montant émis. Sur le continent, les dernières souches en euro ou en dollar de Deutsche Bank, ING, Belfius, Banco BPM et ASN Bank ont toutes été sursouscrites entre deux et quatre fois. Même la banque spécialisée Kommunalkredit Austria, active dans le financement des infrastructures et de la transition énergétique, a collecté mi-octobre un peu plus de 200 millions d'euros d'ordres pour une AT1 de 150 millions. Un placement très honorable pour une émission de cette taille et un émetteur peu connu !

Tout le monde, ou presque, veut des AT1s

Cet engouement pour la dette AT1 s'est accompagné d'un élargissement de la base d'investisseurs. A leurs débuts en 2013-2014, les AT1s des banques européennes, instruments nouveaux et complexes, étaient considérées comme des produits de niche, attirant surtout une clientèle de gestion privée en quête de rendements, notamment en Asie. Avec la clarification progressive de la réglementation et une meilleure compréhension des risques, la base d'investisseur s'est diversifiée et profondément institutionalisée. Résultat : les gestionnaires d'actifs institutionnels, fonds de pension et assureurs représentent aujourd'hui environ 40 % de la demande sur le primaire, et les hedge funds environ 30 %. Sur le plan géographique, l'Europe capte la majorité des flux (près de 75 %), suivie par l'Asie (environ 15 %). L'implication récente d'institutionnels nord-américains de type « real money », à hauteur d'un peu plus de 10%, constitue un autre développement positif, confirmant le statut de la classe d'actifs et son ancrage dans les grandes allocations internationales. Au-delà du primaire, une dizaine de fonds spécialisés dans les AT1s gèrent près de 30 milliards d'euros. On observe également une participation croissante de fonds plus généralistes (Investment Grade, High Yield ou Marchés émergents), alors même que les AT1s ne figurent pas dans leur univers d'investissement naturel. Presque tout le monde s'y intéresse, donc. Et ce n'est pas étonnant : avec des rendements de 6 % à 8 % en euro, une duration moyenne de 3,5 ans, une notation moyenne de BB+ et un secteur sous-jacent parmi les plus réglementés et les plus solides, les AT1s des banques européennes offrent une combinaison d'atouts difficile à trouver ailleurs.

Un marché diversifié et solidement établi

La composition du marché s'est également étoffée et a gagné en profondeur depuis sa création en 2013. D'un encours initial inférieur à 50 milliards, concentré sur les plus grands établissements bancaires, le marché pèse aujourd'hui quelque 250 milliards d'euros, répartis entre plus de 120 émetteurs aux métiers et aux profils de risque très variés. De quoi se constituer un portefeuille véritablement diversifié. En parallèle, la liquidité du marché s'est améliorée : les plus grands desks de trading obligataire, à l'instar de Jefferies, Goldman Sachs ou JPMorgan, traitent chacun entre 50 et 150 millions d'euros d'AT1s par jour en moyenne. Une multitude de brokers de taille plus modeste est également très active sur le segment. Le volume annuel traité atteint 200 à 240 milliards d'euros, soit 80 à 95 % de l'encours total. On est donc loin d'un marché de niche !

Une offre structurellement restreinte

Dernier point positif, et non des moindres : l'offre de nouvelles AT1s va sans doute rester limitée dans les trimestres et les années à venir. Deux raisons à cela. Premièrement, le nombre de banques émettrices ou susceptibles d'émettre est structurellement limité, et presque toutes ont déjà des niveaux adéquats de capital AT1. Désormais, comme on l'a observé en 2026, le marché primaire se résume donc pour l'essentiel au refinancement des souches arrivant à leur date de rappel. Deuxièmement, les banques ont de plus en plus recours au SRT (« Significant Risk Transfert ») pour juguler la croissance de leur RWA (« Risk Weighted Assets ») : c'est un mécanisme de titrisation synthétique qui transfère à des investisseurs tiers une partie du risque de crédit associé aux portefeuilles de prêts, sans céder les actifs sous-jacents. Si l'opération est reconnue par le superviseur, la banque peut bénéficier d'une réduction de son RWA, ce qui allège d'autant ses exigences en fonds propres et donc, potentiellement, son besoin en capital AT1. L'encours total du gisement d'AT1s ne devrait donc pas croître de manière significative au-delà des 250 milliards d'euros actuels, limitant ainsi le risque « d'indigestion » que l'on observe de façon récurrente sur des marchés à croissance plus débridée.

Une dynamique très favorable

Au final, devenue un instrument liquide et solidement établi, la dette AT1 présente aujourd'hui une configuration singulière et particulièrement favorable : une demande profonde, quasi permanente, diversifiée et de plus en plus institutionnelle, face à une offre structurellement contrainte. Ce déséquilibre des facteurs dits « techniques » devrait rester un soutien majeur pour les valorisations.