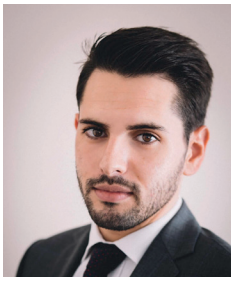
EDMOND DE ROTHSCHILD

COMMUNICATION PUBLICITAIRE

APRÈS LE REBOND DE 2024, QUEL AVENIR POUR LA DETTE SUBORDONNÉE FINANCIÈRE EN 2025 ?

Julien DE SAUSSURE

Benjamine NICKLAUS



Miguel RAMINHOS

Gérants Dette subordonnée financière,
Edmond de Rothschild Asset Management (France)

Après les fortes remontées de taux en 2022 et 2023, qui ont renforcé la rentabilité des banques et des assurances tout en mettant sous pression leur liquidité – jusqu'à précipiter la chute spectaculaire de Credit Suisse – l'année 2024 a marqué un tournant pour le marché de la dette subordonnée financière.

Le renforcement des bilans bancaires, couplé aux perspectives de baisses des taux, a ravivé l'intérêt des investisseurs pour ces instruments obligataires. Dans ce contexte plus apaisé, les flux entrants ont progressivement effacé les pertes des années précédentes, ouvrant la voie à un exercice 2025 qui s'annonce dynamique.

2024, UN TRÈS BON MILLESIME

L'année 2024 a été particulièrement favorable à la dette subordonnée financière, qui a enregistré de solides performances à travers ses différents segments. Les Additional Tier 1 CoCos (AT1) hedgées en euros se sont distinguées avec une performance de 11,02 %[1].

Plusieurs facteurs ont soutenu cette dynamique :

▸ Des **niveaux de portage attractifs** qui ont séduit les investisseurs,

▸ Une **forte compression des spreads**[2].

Ces éléments ont permis aux investisseurs de retrouver une certaine sérénité et de revenir progressivement sur cette classe d'actifs, après deux années difficiles.

* L'identité des gestionnaires de fonds présentés dans ce document peut changer pendant la durée de vie du produit.

COMMUNICATION PUBLICITAIRE. Il s'agit d'une communication marketing. Veuillez-vous référer au prospectus des fonds et au document d'informations clés avant de prendre toute décision finale d'investissement.

DES FONDAMENTAUX SOLIDES ET UN MARCHÉ RÉSILIENT

Une solidité financière accrue pour les banques

Les banques européennes ont considérablement renforcé leurs ratios de capital en 2024, bien au-delà des exigences minimales fixées par la Banque Centrale Européenne (BCE). Les exigences de capital formulées aux banques par les régulateurs sont respectées avec des marges confortables. Avec un excédent de capital moyen de 400 à 500 points de base, les établissements disposent aujourd'hui d'une marge de manœuvre significative pour absorber les éventuels chocs de marché. En particulier, les banques du sud de l'Europe, telles que l'Italie, l'Espagne, la Grèce, et le Portugal, autrefois perçues comme vulnérables, sont aujourd'hui en meilleure posture :

▸ **Intesa Sanpaolo** (Italie) affiche un ratio CET1 de 15,5%, avec un excès de capital supérieure à 600 points de base[3].

▸ **Millennium BCP** (Portugal) bénéficie d'une meilleure solidité financière et de spreads attractifs.

Un afflux de capitaux et un élargissement de la base d'investisseurs

Autre facteur favorable : la dynamique des flux d'investissement. En 2024, les fonds obligataires Investment Grade et High Yield ont bénéficié de flux entrants stables, consolidant le marché.

Un phénomène notable a également marqué l'année écoulée : l'élargissement de la base d'investisseurs. Après s'être massivement retirés suite à la crise de Credit Suisse, les investisseurs asiatiques reviennent sur les segments de niche, contribuant ainsi à diversifier la base d'investisseurs et à renforcer la liquidité du marché. De même, les fonds américains de Preferred Shares connaissent une collecte importante et augmentent leur détention d'AT1.

DES FACTEURS TECHNIQUES FAVORABLES

Sur le plan technique, plusieurs tendances renforcent la confiance des investisseurs :

▸ **Les options de rappel[4] sont majoritairement exercées** : les cas de non-remboursement des AT1 à leur date de call sont devenus très rares.

▸ **Le préfinancement des émissions 2025 est bien avancé**, garantissant une fluidité du marché.

Ces deux effets créent un cercle vertueux où le niveau de marge de crédit permet un refinancement « économique » des options de rappel.

UN MARCHÉ DES FUSIONS-ACQUISITIONS EN PLEINE EFFERVESCENCE

Le marché des fusions-acquisitions (M&A) a connu un net regain d'activité en 2024 dans le secteur bancaire et assurantiel, notamment en Europe où la consolidation bancaire bat son plein. En Italie et au Royaume-Uni, plusieurs opérations ont été annoncées au cours de l'année écoulée. Mais c'est surtout le retour des opérations transfrontalières qui attire l'attention, à l'image des discussions entre UniCredit et Commerzbank.

Les assureurs ne sont pas en reste : des mouvements stratégiques sont observés avec des acquisitions ciblées, notamment dans la gestion d'actifs, comme le rapprochement entre AXA IM et BNP Cardif ou encore entre Banco BPM Vita et Anima. Dans les deux cas, c'est la filiale d'assurance vie de l'entité bancaire qui se porte acquéreur, bénéficiant d'un arbitrage réglementaire dit « compromis danois »[5] qui réduit grandement l'impact en capital de ces acquisitions.

Ces opérations sont globalement positives pour le secteur et devraient contribuer à une compression des spreads, un facteur supplémentaire de soutien pour la dette subordonnée. Par ailleurs, le risque d'exécution de ces opérations semble maîtrisé, bon nombre de ces transactions étant partiellement financées par des échanges d'actions. Pour les investisseurs obligataires, il s'agit probablement d'une utilisation plus attrayante du capital excédentaire que les rachats d'actions ou les dividendes exceptionnels. Celle-ci favorise la diversification et l'augmentation de la rentabilité, ce qui, en fin de compte, reste la première ligne de défense lorsque l'on investit dans la dette subordonnée financière.

2025 : DES OPPORTUNITÉS ATTRACTIVES DANS UN CONTEXTE DE NORMALISATION MONÉTAIRE

Les perspectives pour 2025 restent favorables aux obligations subordonnées financières. Dans un contexte de détente des taux, cette classe d'actifs continue d'offrir un portage attractif :

▸ Les CoCos en euros débutent l'année avec un rendement de 5,8%[6],

▸ Les obligations financières subordonnées affichent un rendement estimé à 4,9%[7].

L'environnement macroéconomique semble également jouer en faveur des investisseurs :

▸ La désinflation en Europe pourrait limiter le risque de remontée des taux à long terme.

▸ La pentification de la courbe des taux et de crédit devrait offrir des opportunités pour réajuster les portefeuilles en faveur d'obligations de maturité intermédiaire (5 à 7 ans).

Au total, la dette subordonnée financière aborde 2025 sous de très bons auspices. Avec des banques mieux capitalisées, des flux d'investissement soutenus et un marché obligataire stabilisé, cette classe d'actifs devrait continuer d'attirer les investisseurs.

Si la baisse des taux constitue un élément favorable, les opportunités ne se limiteront pas à cet aspect : la dynamique de compression des spreads, la reprise des fusions-acquisitions et l'élargissement de la base d'investisseurs offrent autant de catalyseurs pour le marché.

1. Source : Bloomberg. Données au 31/12/2024.

2. La compression des spreads de crédit se produit lorsque les différences de rendement entre les obligations du Trésor et les autres obligations ayant la même échéance se réduisent. Lorsque les prix des obligations du Trésor baissent et que leurs rendements augmentent, les investisseurs se tournent généralement vers d'autres instruments de dette.

3. Source : Bloomberg. Données au 31/12/2024.

4. Certaines émissions d'obligations convertibles sont assorties d'une clause de rappel (call) permettant à l'émetteur de racheter les obligations à un prix fixé d'avance.

5. Le compromis danois est une disposition réglementaire du règlement sur les exigences de fonds propres (CRR) introduite en 2012 qui permet aux groupes bancaires ayant des filiales d'assurance d'appliquer un traitement de fonds propres favorable à leurs investissements en actions dans les filiales d'assurance.

6. Source : Bloomberg. Données au 31/12/2024.

7. Source : Bloomberg. Données au 31/12/2024.

GLOSSAIRE

• Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).

• Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.

• La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.

• Les AT1 font partie d'une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou « Cocos ». Convertibles parce qu'elles peuvent être converties d'obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d'un seuil de déclenchement prédéterminé.

• Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.

• Le ratio CET1 (Common Equity Tier 1) est une mesure clé de la solidité financière d'une banque, représentant son capital de base en tant que pourcentage des actifs pondérés en fonction des risques.

• Les fonds US de Preferred Shares investissent principalement dans des actions privilégiées américaines, offrant des rendements fixes ou variables et une priorité sur les actions ordinaires en matière de paiements de dividendes.

• Un call est une option d'achat, qui donne à l'acheteur le droit (mais pas l'obligation) d'acheter un actif sous-jacent au prix convenu lors de la souscription du call.

• Le portage peut être défini comme l'argent qu'un investisseur va gagner en détenant une obligation sur le long terme après la déduction des coûts de financement.

AVERTISSEMENT : Ceci est une communication marketing.

Mars 2025. Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion du groupe Edmond de Rothschild sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)
47 rue du Faubourg Saint-Honoré / FR - 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 €
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

www.edmond-de-rothschild.com