

LA LETTRE TRIMESTRIELLE OBLIGATAIRE

CHAQUE TRIMESTRE, RETROUVEZ NOTRE POINT SUR LES MARCHÉS TAUX ET CRÉDIT

LUNDI 26 JANVIER 2025

commercial@aurisgestion.com
www.aurisgestion.com

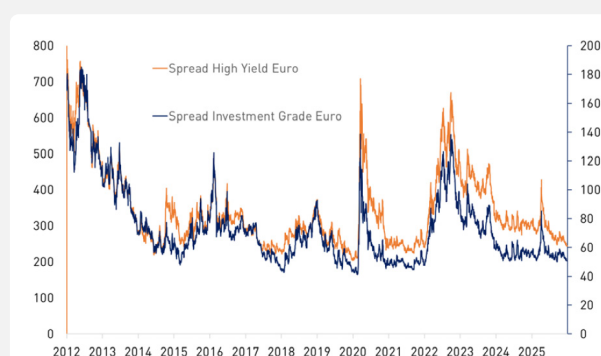
LES INDICATEURS DU MARCHÉ OBLIGATAIRE

TAUX D'INTÉRÊT

TAUX	2ANS	5ANS	10ANS
ÉTATS-UNIS	3,47%	3,73%	4,17%
Var 2025	-0,77	-0,66	-0,40
ALLEMAGNE	2,12%	2,45%	2,86%
Var 2025	+0,04	+0,29	+0,49
FRANCE	2,32%	2,85%	3,56%
Var 2025	+0,05	+0,13	+0,37
ITALIE	2,20%	2,85%	3,55%
Var 2025	-0,22	-0,02	+0,03

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 31/12/2025

ÉVOLUTION DES PRIMES DE RISQUES



CONTEXTE DE MARCHÉ

L'ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT

Les taux américains longs ont évolué dans un couloir étroit en cette fin d'année, pour finalement clôturer le trimestre à l'équilibre. Cette stabilité intervient malgré deux baisses des taux directeurs par la Fed, qui est de plus en plus attentive aux signes de ralentissement du marché du travail. Les récentes données doivent être interprétées avec prudence en raison du shutdown mais elles confirment un tassement des embauches et une remontée du taux de chômage à 4,4%. Les indicateurs conjoncturels demeurent, quant à eux, contrastés. L'indice ISM manufacturier reste en territoire de contraction à 48,4 en décembre, tandis que les services conservent une dynamique positive, portés par les nouvelles commandes. La dernière réunion de la Fed a mis en évidence un FOMC divisé : la décision n'a été approuvée que par neuf membres sur douze, un niveau de dissension inédit depuis six ans. Le discours de J. Powell suggère néanmoins qu'une stratégie de « wait and see » devrait désormais prévaloir *a minima* sur le premier semestre. Les prévisions de croissance pour 2026 ont été révisées à la hausse, tandis que l'inflation ne constitue plus la principale source d'inquiétude. Les chiffres du CPI de novembre et décembre ont d'ailleurs délivré un signal rassurant, avec un ralentissement de l'inflation sous le seuil de 3%. Enfin, sur le front de l'indépendance de la Fed, le renouvellement anticipé du mandat de onze des douze présidents des banques régionales apparaît comme un garde-fou institutionnel, limitant les risques d'influence politique accrue sur la conduite de la politique monétaire.

En Europe, les taux longs sont repartis à la hausse, à l'image du 10 ans allemand qui gagne +14 bps sur le trimestre. Comme prévu, la BCE a maintenu son statu quo ce trimestre. L'économie européenne se montre relativement résiliente : les derniers chiffres PMI sont rassurants et

suggèrent que le point bas d'activité a été franchi. La BCE a d'ailleurs revu ses perspectives de croissance à la hausse, tablant sur 1,2 % en 2026 et 1,4 % les deux années suivantes. Dans ce contexte, l'institution a légèrement durci le ton, mais sans suivre l'exemple d'Isabel Schnabel, qui avait évoqué une hausse des taux directeurs à moyen terme. Malgré un léger rebond à 2,2 % en novembre, l'inflation reste sous contrôle et devrait ralentir rapidement. Les économistes de la BCE anticipent ainsi une inflation légèrement sous la cible en 2026 et 2027.

Par ailleurs, la réforme des fonds de pension néerlandais qui entre en vigueur le 1er janvier, exerce également une pression sur les taux longs. Le changement de réglementation devrait entraîner des ventes massives d'obligations long terme, tandis que les États continueront à emprunter des montants records sur les marchés l'an prochain. A ce sujet, en France, faute d'accord sur le budget, la loi spéciale a été adoptée pour assurer la continuité. Pour autant, le spread OAT-Bund s'est nettement resserré sur le trimestre (-11 bps), la non-dissolution rassurant le marché.

LE MARCHÉ DU CRÉDIT

Le marché du crédit est resté bien orienté au 4ème trimestre, les spreads High Yield et Investment Grade ont poursuivi leur resserrement (-18 bps pour le Xover et -5 bps pour le Main). Au-delà de fondamentaux relativement bons, cette dynamique s'explique par les flux importants sur la classe d'actifs et l'appétit soutenu pour le risque. L'épisode de tension observé début octobre sur les spreads, alimenté par les inquiétudes entourant le crédit privé aux États-Unis après les faillites de plusieurs sociétés, s'est finalement révélé de courte durée. ▶

LA LETTRE TRIMESTRIELLE OBLIGATAIRE

CHAQUE TRIMESTRE, RETROUVEZ NOTRE POINT SUR LES MARCHÉS TAUX ET CRÉDIT

LUNDI 26 JANVIER 2025

commercial@aurisgestion.com
www.aurisgestion.com

En dépit de la taille significative de ce marché — près de 1 200 Mds\$ aux États-Unis — et de la dégradation de la situation des émetteurs les plus fragiles, les investisseurs n'y perçoivent pas, à ce stade, de risque systémique. On notera également que les tensions géopolitiques sont restées prégnantes malgré le cessez-le-feu entre Israël et le Hamas et les perspectives de paix en Ukraine.

Le 4^{ème} trimestre est resté favorable pour le segment obligataire. En termes de performance, les Cocos restent en tête (+1,32% sur le trimestre et +8,52% sur l'année) tandis que les Hybrides et le High Yield se sont aussi bien comportées (respectivement +0,60% et +0,67% au T4). On note la plus faible performance des obligations souveraines (+0,25%) et Investment Grade (+0,24%) qui ont souffert de la remontée des taux.

Le marché primaire a été très dynamique en cette fin d'année. Les émetteurs ont profité d'une liquidité encore abondante pour optimiser leur coût de financement, comprimant les primes d'émission. On notera les importantes émissions liées aux investissements dans l'IA (Meta, Amazon...) qui ont inondé le marché crédit ce trimestre ! Une tendance appelée à se prolonger ...

PERFORMANCE DES INDICES

INDICES EURO*

*Indices iBoxx correspondants

HIGH YIELD	4,76%
OBLIGATIONS AT1	8,52%
HYBRIDES CORPORATES	4,84%
SUBORDONNÉES FINANCIÈRES	4,59%
OBLIGATIONS ENTREPRISES	3,02%
OBLIGATIONS EURO	1,28%
OBLIGATIONS D'ÉTAT	0,64%

NOTRE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DANS CET ENVIRONNEMENT

THÈME DE CETTE ANNÉE, LE QUATRIÈME TRIMESTRE A, DE NOUVEAU, ÉTÉ MARQUÉ PAR LA VOLATILITÉ DES TAUX LONGS EN EUROPE ET LA RÉSILIENCE DU CRÉDIT.

Les actifs les plus risqués (Hybrides, Cocos, High Yield...) ressortent toujours en tête des performances. En parallèle, les taux de rendement restent historiquement attractifs avec en moyenne **5,5% sur le High Yield** et **3,4% sur l'Investment Grade**.



DANS CE CONTEXTE, NOUS PRIVILÉGIONS :

- de rester prudent sur la duration via une exposition à des points de courbe intermédiaires, afin de tenir compte des tensions contradictoires s'exerçant sur les taux longs (incertitudes macroéconomiques, baisse de l'inflation versus dégradation des déficits et réforme des fonds de pension néerlandais...);
- un positionnement toujours marqué sur les dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade afin de capter la prime de subordination tout en restant exposé à des noms de bonne qualité. Plus spécifiquement sur les Cocos, nous préférons celles émises par les « champions nationaux » qui offrent un couple rendement/risque très attractif. Nous restons confiants sur les Cocos françaises, jugeant les fondamentaux solides ;
- une approche sélective mais aussi opportuniste sur le segment High Yield. Comme sur les subordonnées, le niveau des spreads pousse à la prudence et nous privilégions les émetteurs les plus solides (notation BB en grande majorité).

LA LETTRE TRIMESTRIELLE OBLIGATAIRE

CHAQUE TRIMESTRE, RETROUVEZ NOTRE POINT SUR LES MARCHÉS TAUX ET CRÉDIT

LUNDI 26 JANVIER 2025

commercial@aurisgestion.com
www.aurisgestion.com

FOCUS SUR

CANAL+

Canal+ est l'un des principaux groupes de médias en Europe, leader en France, deuxième en Pologne et en Slovaquie, et solidement implanté en Afrique, ainsi que, dans une moindre mesure, en Asie.

Le groupe compte près de 38,7 millions d'abonnés à travers le monde au S1 2025 et se distingue par un modèle hybride combinant télévision payante et gratuite, plateforme de streaming et services de télécommunications. Présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur audiovisuelle, Canal+ intervient à la fois dans la production, la distribution et la diffusion de contenus. Depuis sa scission avec Vivendi en décembre 2024, le groupe est coté à la Bourse de Londres, tout en demeurant contrôlé à 30,8% par Bolloré SE.

ACTUALITÉS

Ces dernières années, Canal+ a intensifié son développement à l'international pour élargir sa base d'abonnés, optimiser sa rentabilité et se rapprocher de son objectif de 50 à 100 millions d'utilisateurs d'ici 2030. Dans cette logique, le Groupe a renforcé sa participation à 29,3% dans Viaplay (4,8 M d'abonnés), principal opérateur de télévision payante en Scandinavie, en février 2024, et à 37,2% dans Viu (15 M d'abonnés), plateforme de streaming de référence en Asie du Sud-Est, en juin 2024. En septembre 2025, Canal+ a également finalisé l'acquisition structurante de MultiChoice, leader des médias en Afrique anglophone et lusophone, portant son nombre total d'abonnés à près de 40 millions. Ces opérations se sont néanmoins accompagnées d'un alourdissement notable du levier financier. D'un point de vue opérationnel, le chiffre d'affaires du groupe recule de -3,3% au S1 2025, reflet d'un nouveau choix stratégique clair : privilégier la croissance d'une base d'abonnés à forte valeur ajoutée plutôt que le volume. Cette orientation s'est traduite par l'abandon de contrats de distribution jugés peu rentables, entraînant une baisse nette de 353 000 abonnés sur un an. Dans ce contexte, l'EBITDA recule de -34% au S1 25, tandis que le free cash-flow s'améliore nettement, en hausse de +242 M€, traduisant les effets positifs des mesures d'optimisation de trésorerie.



POINT FORTS

- Leader en France et solide présence en Europe centrale.
- Revenus récurrents et croissants grâce aux abonnements, offrant une bonne visibilité.
- Implantation historique
- en Afrique, marché démographique prometteur.
- Présence sur l'ensemble de la chaîne audiovisuelle.



POINT FAIBLES

- Forte pression concurrentielle sur les prix, impactant les marges.
- Taille et moyens limités en comparaison des principaux acteurs du secteur.
- Endettement en forte hausse après l'acquisition de MultiChoice.

POINT SUR LES OBLIGATIONS

En novembre 2025, Canal+ a placé une obligation inaugurale de 700 M€ à échéance 2030 afin de refinancer une partie du prêt relais arrivant à échéance en 2026, contracté pour l'acquisition de MultiChoice, prolongeant ainsi la maturité de sa dette.

OBLIGATION DÉTENUE DANS NOS FONDS

CANAL PLUS	PRIX (%)	NOTATION	RENDEMENT
4,625% 03/2030	100,9 (émission à 99,90)	Non notée	4,4% à maturité