

Newsletter

High Yield

Décembre 2025

Novembre a été marqué par un regain de volatilité sur les marchés, alimenté par les inquiétudes concernant les niveaux de valorisations du secteur technologique. Ces tensions se sont atténuées en fin de mois grâce aux solides perspectives publiées, notamment par NVIDIA. Les marchés actions terminent en territoire positif, à l'exception du NASDAQ (-1,57 %). Côté crédit, le High Yield affiche des performances positives des deux côtés de l'Atlantique pour le 8^{ème} mois consécutif. Le marché américain continue de surperformer, soutenu par des taux souverains en repli, alors que la probabilité d'une réduction des taux par la FED en décembre dépasse désormais 80 %.

Faits marquants du mois

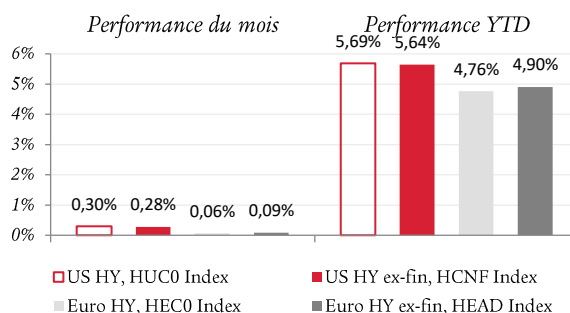
Performances

Novembre, marqué par un regain de volatilité, termine sur des performances positives mais contrastées : +0,06% pour l'Euro HY et +0,30% pour le US HY (la couverture réduit la performance de -16 pb). En Europe, la hausse des taux (+6 pb sur le 5 ans allemand) et l'élargissement modéré des *spreads* (+2 pb) limitent la progression malgré le portage. Aux États-Unis, la dynamique est plus favorable grâce au recul des taux (-9 pb sur le 5 ans), tandis que l'écartement des *spreads* (+1 pb) reste marginal.

Segments de notation

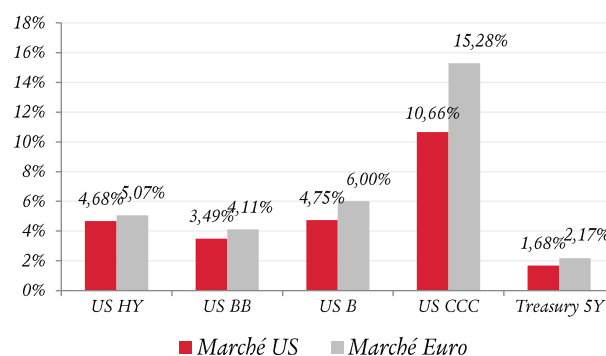
Plus sensible à la variation des taux, le BB euro affiche une performance négative de -0,01%, pénalisé également par un écartement de *spread* de +3bp. Le B affiche une progression de +0,10%, avec des primes de risque quasi-stables (+1bp). Le CCC voit -13bps de resserrement de *spread* et une performance de +0,76% ; mais son poids reste plus limité dans les indices HY en Euro qu'aux US. Aux Etats-Unis, le BB et le B progressent respectivement de +0,60% et +0,67%, avec des ressernements de prime de -5bp et -1bp. Le CCC perd -0,81% avec un écartement des *spreads* de +39bp.

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.11.2025

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.11.2025

Avertissement : Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.

Secteurs

L'Industrie de base (-0,44%), les Transports (-0,15%) et les Communications (-0,13%) sont les principaux sous-performeurs du High Yield Euro sur le mois de novembre ; alors que la Technologie (+0,42%), l'Energie (+0,61%) et les Services et équipements industriels (+0,95%) tirent la performance.

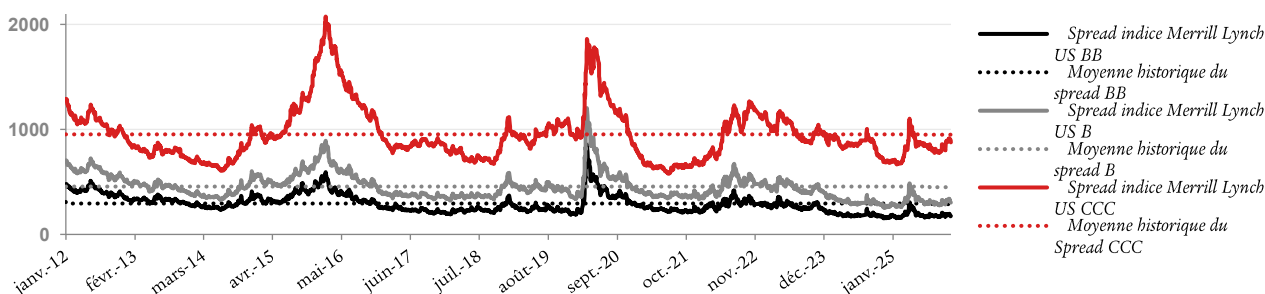
Aux Etats-Unis, les Services (+0,98%), l'Immobilier (+1,08%) et les Éditeurs TV & radio (+1,29%) sont en tête. Parmi les quelques secteurs en retrait, nous retrouvons la Chimie (-0,33%), les Loisirs (-0,59%) et la Télévision par câble et satellite (-0,75%).

Marché primaire

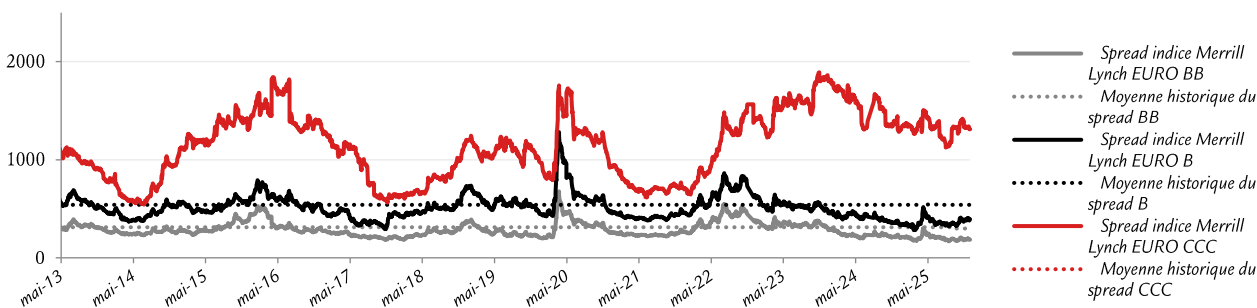
Le primaire HY euro s'est calmé en novembre après un mois d'octobre très actif : 6,6 Mds€ émis, majoritairement en BB (70 % en volume), contre seulement 7 % en B. A noter 1,5Mds€ en CCC émis dont une souche de 1,2Mds€ concernant le refinancement après restructuration de la dette du spécialiste de l'emballage d'Ardagh soit 27% de CCC au total !

Aux États-Unis, après le net ralentissement d'octobre suivant le record de septembre, le primaire HY repart avec 25,4 Mds USD d'émissions en novembre ; également marqué par un biais net sur le BB (64% des volumes) par rapport au B (36%), alors que les mois précédents étaient plus équilibrés entre ces deux catégories de notation.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

En Europe, le taux de défaut du High Yield reste stable à 2,2% à fin novembre et concerne uniquement des obligations de la catégorie CCC.

Le taux défaut sur le High Yield US progresse légèrement par rapport à octobre, de +10bp à 1,2%, avec le défaut de Office Properties Income Trust et le distress exchange de Ardagh Packaging.

Comme le mois précédent en Europe, les Rising Stars se sont concentrées uniquement sur les bancaires, avec les obligations Senior Non-Preferred de BPER Banca et Bank Millenium et les AT2 de Caixa Economica Montepio Geral. Une émission est tombée en catégorie Fallen Angels, l'obligation hybride de Adecco, dégradée par S&P.

Aux Etats-Unis, Standard Chartered et RLGH Finance, ainsi que Vallourec sont à compter parmi les Rising Stars sur le mois de novembre tandis que le chimiste FMC a fait le chemin inverse vers les Fallen Angels.

Avertissement : Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.



Notre stratégie

« *Regain de volatilité sur les spreads* »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

Les marchés continuent d'évoluer au rythme des annonces des Banques Centrales. Après un discours plus restrictif qu'attendu en octobre, la FED semblait s'orienter vers un statu quo pour sa réunion de décembre. Mais la publication tardive des chiffres de l'emploi américain pour septembre, révélant une faiblesse du marché du travail, a changé la donne : la probabilité d'une nouvelle baisse des taux d'ici la fin de l'année a fortement augmenté, atteignant plus de 80 %, soutenue par des déclarations accommodantes de plusieurs gouverneurs régionaux. En Europe, la BCE devrait maintenir sa politique inchangée en décembre, confirmant un statu quo.

Sur les taux souverains, la tendance a divergé entre les deux zones : aux États-Unis, les taux ont reculé (2 ans : -8 bps, 5 ans : -9 bps, 10 ans : -6 bps), tandis qu'en Europe, ils ont légèrement progressé (+6 bps sur le 2 ans, 5 ans et le 10 ans). Sans l'anticipation d'une baisse des taux américains, les deux marchés auraient probablement évolué de concert, impactés par un sentiment globalement positif, favorisant les classes d'actifs risquées. Mais cette perspective a permis aux obligations américaines de surperformer.

Les politiques monétaires ne sont plus les seuls moteurs des marchés : la technologie, et en particulier les « hyperscalers » américains, joue un rôle majeur. Le mois de novembre a été marqué par un regain de volatilité lié aux inquiétudes sur les valorisations du secteur. Le NASDAQ a chuté de près de 7 % avant de rebondir en fin de mois grâce aux résultats solides et aux perspectives encourageantes de NVIDIA, terminant en baisse limitée (-1,57 %). Le marché High Yield a suivi une trajectoire similaire : élargissement des spreads en début de mois (+30 bps pour le HY US, +17 bps pour le HY Euro), puis resserrement en fin de période, porté par la perspective d'une baisse des taux et les bons résultats du secteur technologique.

Le HY américain a surperformé pour le quatrième mois consécutif, principalement grâce à la baisse des taux souverains outre-Atlantique. Les primes de risque ont évolué dans des ordres de grandeur similaires des deux côtés de l'Atlantique, mais la volatilité intra-mois est restée plus faible en Europe, en raison d'une moindre corrélation avec la tech et d'un climat géopolitique légèrement plus favorable, notamment autour du conflit russo-ukrainien.

Enfin, le marché primaire est resté actif avant le traditionnel ralentissement attendu en décembre. Nous avons participé à plusieurs nouvelles émissions, notamment des obligations hybrides d'émetteurs US et d'obligations sécurisées d'émetteurs UK. Nos portefeuilles conservent leur positionnement : une durée supérieure à celle du marché et une prime de risque inférieure. Nous continuons de privilégier le marché européen, avec un intérêt marqué pour la partie B et les hybrides, que nous considérons toujours attractifs.

2. L'industrie allemande : quatre années de déclin, mais des signaux de reprise en 2026

Depuis 2021, l'économie allemande traverse une phase difficile qui dépasse la simple conjoncture. La production manufacturière devrait reculer de 2 % en 2025, quatrième année consécutive de contraction. Peter Leibinger, président du BDI (Fédération de l'industrie allemande, équivalent du Medef en France) a récemment alerté : « ce n'est pas un creux conjoncturel mais une chute libre ». La base industrielle s'effrite, alimentée par des coûts énergétiques élevés, une rigidité réglementaire, un manque d'investissements et une perte de compétitivité face à des économies plus dynamiques. Ce déclin amènerait l'Allemagne dans sa pire crise industrielle de l'ère après-guerre. Les secteurs clés illustrent cette fragilité : la chimie, pilier historique de l'économie allemande, affiche un taux d'utilisation des capacités tombé à 70 %, révélant une demande atone et des marges sous pression. La machinerie et la sidérurgie souffrent également, tandis que la construction se stabilise et l'automobile enregistre un léger rebond sans effet sur l'emploi, en raison des mutations technologiques et des gains de productivité.

Ce recul prolongé s'inscrit dans un contexte politique fragile, freinant les réformes. L'Allemagne affiche la plus faible croissance du G7 sur trois ans, incitant les investisseurs à sous-pondérer les valeurs domestiques. Entre 2022 et 2025, le MDAX a sous-performé le DAX de 52 %, signe de la défiance envers les entreprises tournées vers le marché intérieur. Côté crédit, le sous-indice européen des matières premières pâtit du « moteur de l'Europe en panne » : seul secteur en baisse cette année (-0,8 % YTD), avec la chimie à -2,5 %, contre +4,9 % pour l'indice Bloomberg Euro High Yield.

2026 : le tournant grâce aux réformes et au stimulus budgétaire ?

Malgré ce tableau sombre, des signaux positifs émergent. Après des mois d'attente, le budget 2026 de l'Allemagne a été adopté le 28 novembre 2025. Il prévoit 524,5 Mds € de dépenses, dont 58,3 Mds € pour l'investissement, et plus de 180 Mds € de nouvelle dette incluant les fonds spéciaux pour infrastructures et défense. Ces plans incluent des subventions énergétiques pour trois ans et des mesures fiscales comme le « growth booster », permettant aux entreprises d'amortir leurs investissements en machines et équipements à hauteur de 30 % par an jusqu'en 2028. S'ajoutent des initiatives ciblées : loi « construction turbo » pour accélérer les autorisations, réduction de la taxe aérienne et ajout de 8 GW de centrales à gaz pour sécuriser l'approvisionnement énergétique. Bien que favorables aux entreprises, les réformes ont été ignorées par les investisseurs, notamment sur les matières premières. Les doutes persistent sur la lenteur des changements et les fragilités structurelles. Pourtant, la combinaison d'un stimulus fiscal massif, de réformes pro-business et d'une forte sous-performance des secteurs clés pourrait faire de 2026 le point de départ d'une reprise industrielle et boursière, portée par des marges en expansion et un regain d'investissement. Ainsi, le sentiment des entreprises s'améliore : indices Ifo et ZEW en hausse, PMI composite à 53,1, indiquant une expansion modérée. La reprise manufacturière reste lente mais perceptible : après 3,5 ans sous 50, le PMI allemand frôle ce seuil critique, annonçant un rebond imminent de la production industrielle qui suit le PMI avec un léger décalage.

Est-ce que le secteur de la chimie pourrait être le premier bénéficiaire ?

La reprise du secteur chimique en Allemagne et en Europe reste freinée par un excédent mondial lié à des expansions massives en Chine, au Moyen-Orient et aux États-Unis. La Chine, grâce à ses coûts bas et ses économies d'échelle, inonde l'Europe de produits à prix cassés (+8,3 % d'importations au S1 2025), accentuant la pression sur les producteurs locaux. Pour renforcer la compétitivité, la Commission a lancé le 8 juillet 2025 le European Chemicals Industry Action Plan (quatre piliers : capacités stratégiques, coûts énergétiques et transition, demande durable, simplification réglementaire). Jugé insuffisant, faute de subventions gaz et d'un calendrier repoussé à 2026, l'Allemagne a finalement instauré des aides énergétiques dans son budget 2026, limitées à trois ans. Enfin, sur le volet commercial, l'UE a lancé 42 mesures anti-dumping au premier trimestre 2025, dont 17 nouvelles visant la Chine (produits chimiques, bicyclettes, pneumatiques, etc.), mais aussi des droits contre des fournisseurs d'Égypte, des États-Unis, Taïwan, Thaïlande et Maroc. Cela a été suivi de mesures additionnelles pour la chimie. Par exemple, l'UE a voté le 27 novembre l'imposition de droits antidumping définitifs sur les importations de TiO₂ chinois pour cinq ans, avec une décision finale attendue en janvier. Parallèlement, INEOS a déposé dix plaintes antidumping pour protéger des produits stratégiques (MEG, PEG, acétate de butyle, polyoléfines, PVC, PTA, ABS, BDO) face à des importations à bas prix menaçant 5 000 emplois directs et des secteurs clés comme l'automobile, la construction et la pharmacie.

Ainsi, le secteur de la chimie semble le premier bénéficiaire d'un changement politique en Europe, l'Allemagne en tête. Nous restons sous-pondérés sur ce secteur, en privilégiant les entreprises avec FCF positif ou un soutien actionnarial marqué. Cette position pourrait évoluer si des signaux clairs de reprise apparaissent, attendue plutôt au S2 2026.

À propos de Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers dispose de plus de 165 ans d'expérience dans la gestion des actifs du groupe Swiss Life. Ce lien étroit avec l'assurance conditionne sa philosophie d'investissement qui a pour principaux objectifs d'investir dans le cadre d'une approche responsable des risques et d'agir chaque jour dans l'intérêt de ses clients. Swiss Life Asset Managers propose également cette approche éprouvée à des clients tiers en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg, au Royaume-Uni, en Italie et dans les pays nordiques.

Au 30 juin 2025, Swiss Life Asset Managers gère 301,7 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 147,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un investisseur immobilier institutionnel leader en Europe¹. Sur les 301,7 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 94,9 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 25,9 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 30 juin 2025, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 120,9 milliards d'euros de biens immobiliers.

Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 300 collaborateurs en Europe.

Construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix

Swiss Life permet à chacun de construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix et envisager l'avenir en toute confiance. C'est également l'objectif poursuivi par Swiss Life Asset Managers : nous pensons à long terme et agissons de manière responsable. Forts de nos connaissances et de notre expérience, nous développons des solutions d'investissement d'avenir. Nous aidons ainsi nos clients à atteindre leurs objectifs d'investissement à long terme. Cela permet ensuite à leurs clients de planifier à long terme et à construire leur indépendance financière pour vivre selon leurs propres choix.

1 N°2 IPE Top 150 Real Estate Investment Managers 2024 Ranking Europe, N°2 INREV Fund Manager Survey 2025

Avertissement :

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'art 4 de la LSFIn qui reprend les directives de MiFid. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et de marketing. Il ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une incitation à effectuer un placement. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Swiss Life Asset Managers France.

La responsabilité de Swiss Life Asset Managers France ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées dans ce document peuvent faire l'objet de modifications. Tout investisseur potentiel doit prendre connaissance du DIC et du prospectus de chaque OPCVM remis avant toute souscription. Ces documents sont disponibles gratuitement sous format papier ou électronique, auprès de la Société de Gestion du fonds ou son représentant : Suisse : Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, P.O. Box 2831, 8002 Zürich ; France : Swiss Life Asset Managers France, 122, rue La Boétie, 75008 Paris ou sur le site fr.swisslife-am.com. Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 30/11/2025. « Swiss Life Asset Managers » est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life.

* Le Yield to worst ou « rendement au pire » s'apparente au rendement le plus faible qu'une obligation pourra offrir à son détenteur, hors défaut de paiement.

Retrouvez toutes nos publications sur

www.swisslife-am.com

N'hésitez pas de nous contacter pour des plus amples questions :

En France : service.clients-securities@swisslife-am.com,

Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

En Suisse : info@swisslife-am.com

Swiss Life Asset Managers France

Société de Gestion de portefeuille

GP-07000055 du 13/11/2007

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance
au capital de 671.167 Euros

Siège social : Tour la Marseillaise, 2 bis, boulevard

Euroméditerranée, Quai d'Arenc 13002 Marseille

Bureau principal : 122 rue La Boétie, 75008 Paris

