

# Newsletter

## High Yield

Juin 2025

En mai, les marchés ont été portés par de solides données économiques, une détente commerciale entre les États-Unis et la Chine, et une inflation en baisse. Dans ce contexte, l'indice S&P 500 a bondi de 6,3%, sa meilleure performance en 18 mois, tandis que les spreads de crédit se sont resserrés, effaçant les tensions postérieures à la "Liberation Day". En Europe, l'Eurostoxx 50 a également affiché une belle performance, progressant de 5,42% en mai. En revanche, les spreads souverains américains se sont écartés, plombés par les inquiétudes budgétaires après une dégradation de la note des États-Unis par Moody's et des débats sur une réforme fiscale au Congrès. Ainsi, le rendement du Treasury à 30 ans a atteint un pic intra journalier de 5,15%, dans un contexte de vente généralisée des obligations longues à l'échelle mondiale.

## Faits marquants du mois

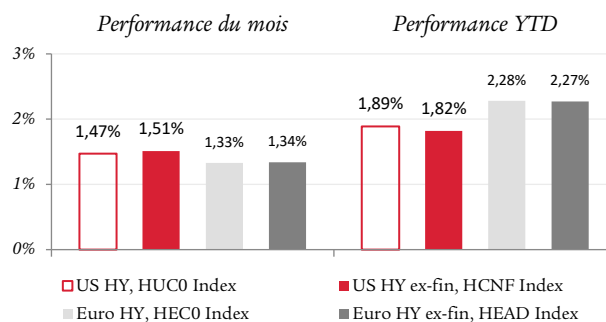
### Performances

Sur le mois, les actifs risqués ont bénéficié d'un climat « risk-on » des deux côtés de l'Atlantique. Les *spreads* du High Yield se sont resserrés à la fois en Europe (-44 bp à 326 bp) et aux États-Unis (-63 bp à 331 bp), tandis que les taux ont augmenté dans les deux régions (+8 bp sur le 5 ans allemand et +25 bp sur le 5 ans américain). Par conséquent, les États-Unis ont surperformé l'Europe en termes de performance total 1,68% pour le HY US en devises locales vs 1,34% pour HY EUR.

### Segments de notation

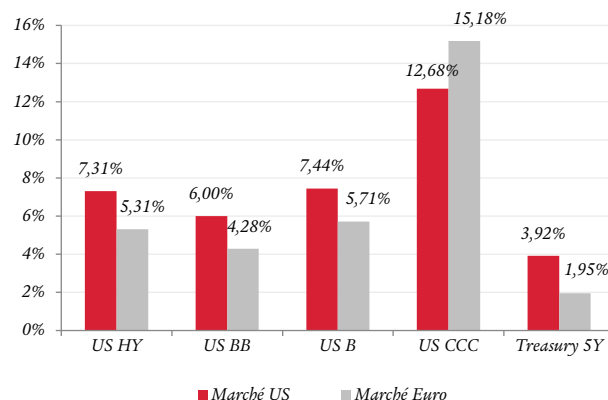
En Europe, les *spreads* du High Yield se sont resserrés de -44 bp avec les catégories de notation de qualité inférieure (B et CCC) qui ont surperformé les BB en termes de spread (-51 bp pour les obligations notées B et -122 bp pour celles notées CCC, contre -36 bp pour les BB). Aux US, les *spreads* du High Yield se sont resserrés de -63 bp avec les catégories de notation de qualité inférieure (B et CCC) qui ont surperformé les BB en termes de *spread* (-62 bp pour les obligations notées B et -109 bp pour celles notées CCC, contre -57 bp pour les BB).

### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.05.2025

### YIELD TO WORST\*



**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

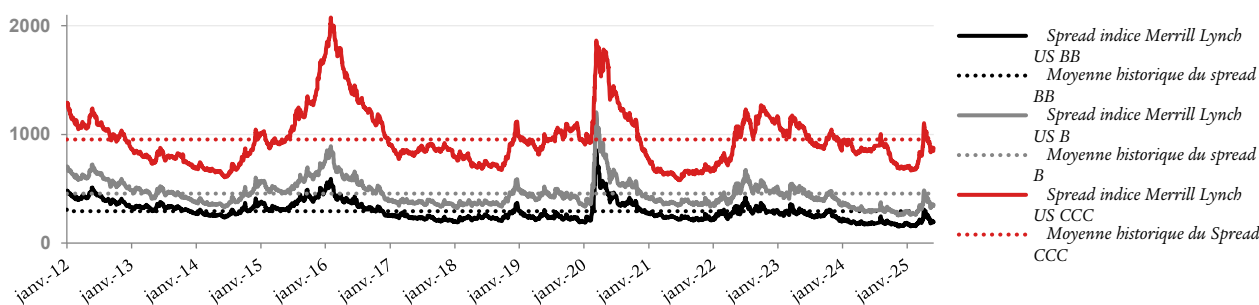
En zone euro, les meilleures performances portent sur les secteurs cycliques qui rattrapent la sous performance du mois précédent : Energie (+2,02%), Immobilier (+1,87%), Auto (+1,85%) et Industries de base (+1,83%). Les moins bonnes performances portent sur les Services (+0,82%), les Utilities (+0,82%) et les Biens de consommations (+0,92%).

Même constat aux Etats-Unis : Energie (+2,21%), Transports (+2,21%), Médias (+2,17%) et Auto (+2,00%). Les sous performeurs sont quant à eux les Telecom (+0,73%) par nature défensifs, tandis que les autres étaient affectés par des risques idiosyncratiques dans les Biens d'équipement (+0,74%), et les Industries de base (+1,08%).

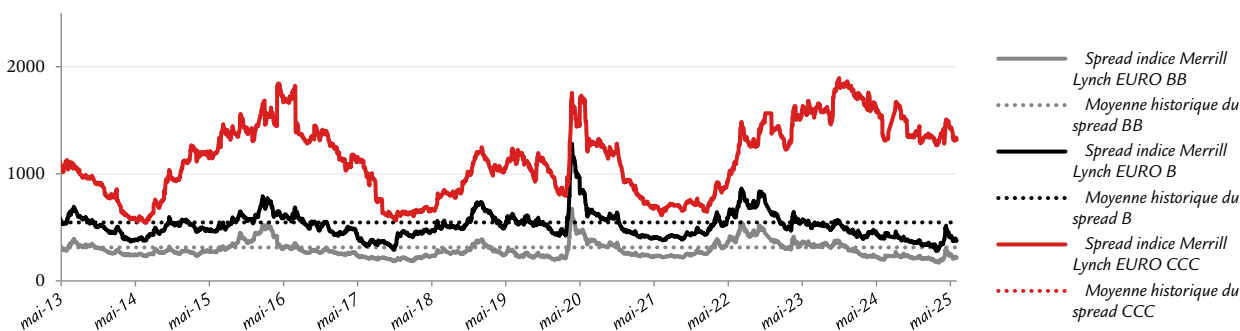
## Marché primaire

Le marché primaire en Europe s'envole littéralement : les émetteurs profitant de l'optimisme des marchés, à la suite de l'apaisement des tensions commerciales, avec un volume record d'émissions, s'élevant à 16,4Md€ (5,8Md€ et 5,6Md€ les mois précédents). La répartition par notation s'inverse avec un poids important de BB (70%), sans distinction sectorielle. Aux Etats-Unis, le rythme reprend nettement avec 25,2Md\$ après l'attentisme observé dans le sillage du Liberation Day (14,5Mds\$ et 16,5Md\$ les mois précédents). On note également la prépondérance des BB pour 60%, sans distinction sectorielle.

### ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



### ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



## Taux de défaut et évolution du gisement

Aux Etats-Unis, le taux de défaut reste stable à 1,1% et nettement plus bas que l'an dernier (2,0%), au plus bas depuis décembre 2022. Trois défauts y sont toutefois à signaler : deux échanges distressed pour 0,9Md\$ (dont 0,6Md\$ sur le réseau d'hôpitaux Community Health pour un taux de recouvrement de 70%) ainsi que la faillite d'un tour opérateur (WW International) pour 0,5Md\$. En Europe, aucun défaut à signaler. Le taux de défaut continue de baisser légèrement 3,0% (contre 3,2% et 3,5% les mois précédents et 2,0% un an auparavant). Aux Etats-Unis, le Rising Star du mois est le célèbre croisiériste Royal Caribbean qui retrouve son statut Investment Grade pour 9,7Mds\$ perdu lors de la pandémie. Le Rising Star européen du mois est le producteur d'emballage finlandais Huhtamaki pour 0,8Md€.

Concernant les Fallen Angels, nous relevons l'arrivée du célèbre fabricant d'électroménager Whirlpool pour 3,2Mds\$ sur le marché américain et 1,6Mds€ sur le marché européen, ainsi les obligations hybrides des foncières Aroundtown pour 1,9Mds€, Grand City Properties pour 1,1Md€.

**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

« *L'abondance de primaire a été très bien absorbée* »

### Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

## 1. Stratégie High Yield

Le mois de mai a été marqué par un environnement macroéconomique favorable. Tout d'abord, l'avancée des négociations sur les tarifs douaniers, notamment entre la Chine et les États-Unis, a permis de dissiper les craintes d'une récession mondiale. Ensuite, la baisse continue des chiffres de l'inflation a rassuré les marchés. Cela s'est traduit par la poursuite du rebond des marchés financiers. Le S&P 500 a enregistré sa meilleure performance mensuelle des 18 derniers mois avec une hausse de 6,3%. En Europe, l'Eurostoxx 50 a également profité de cet environnement porteur, affichant une performance de 5,42% en mai. Les primes de risque du marché du crédit ont bénéficié du regain d'appétit pour les actifs risqués et de la bonne performance des marchés actions, se resserrant au cours du mois. Seul le marché des taux souverains a rencontré des difficultés, avec une hausse mesurée du taux d'État allemand à 10 ans de 6 points de base, mais une augmentation massive du taux d'État américain à 10 ans de 24 points de base. Cette hausse s'explique par les inquiétudes croissantes concernant la situation fiscale des États-Unis, la dégradation de la notation du pays par l'agence Moody's et les risques liés à la loi budgétaire souhaitée par Trump. La partie longue de la courbe américaine a été particulièrement mise sous pression, le taux à 30 ans américain atteignant même le niveau symbolique de 5,15% en cours de séance.

Le marché High Yield a profité de l'amélioration de l'environnement macroéconomique. Les primes de risque se sont significativement resserrées, de 44 points de base en Europe et de 63 points de base aux États-Unis revenant à des niveaux proches des plus bas historiques. Ces resserrements ont permis aux performances absolues du High Yield Euro et du High Yield US de finir dans le vert malgré la pression sur les taux souverains, en particulier outre-Atlantique. L'appétit pour le risque a engendré un phénomène de compression : les primes de risque des émetteurs les plus spéculatifs (B et CCC) ont davantage diminué comparé à celles des émetteurs plus défensifs (BB). De même, les secteurs cycliques ont surperformé par rapport à leurs pairs moins cycliques et plus sensibles aux taux d'État. L'appétit pour cette classe d'actifs s'est traduit par le retour des souscriptions. Celles-ci n'ont eu aucun mal à être investies grâce à un marché primaire particulièrement actif. De nombreux émetteurs, conscients des risques environnants, ont profité de l'appétit des investisseurs pour refinancer tout ou partie de leurs obligations arrivant à maturité en 2026, 2027 et même 2028. Le volume du marché primaire sur le marché High Yield Euro en mai a d'ailleurs été le plus important jamais enregistré depuis la création de cette classe d'actifs.

Nous avons profité de l'abondance du marché primaire pour investir nos liquidités et placer les souscriptions reçues au cours du mois. Certaines primes offertes n'étaient pas, selon nous, en adéquation avec le risque de l'émetteur, nous avons donc décidé de ne pas participer à ces émissions. Le rebond du marché High Yield a été rapide et important, nous avons ainsi profité de la vigueur du marché pour prendre des bénéfices sur les titres les plus spéculatifs et les plus cycliques. Nous avons également mis en place une couverture via l'indice de CDS Itraxx Crossover. Enfin, nous avons réduit la duration des portefeuilles, craignant un impact inflationniste de la mise en place des premiers tarifs douaniers.

## 2. Télécommunications européennes : un secteur de qualité dans un monde incertain

Représentant près de 17% de l'indice ICE BofA Euro Non-Financial High Yield Constrained, le secteur des télécommunications se distingue par sa résilience et son retour en grâce auprès des investisseurs dans un contexte mondial instable, marqué par des tensions géopolitiques, une inflation persistante et la fragmentation des chaînes d'approvisionnement.

Longtemps pénalisés par leur ancrage local, les opérateurs européens bénéficient aujourd'hui de cette proximité géographique : à l'exception notable de Deutsche Telekom via T-Mobile US (émetteur Investment Grade), ils sont peu exposés aux marchés américain ou asiatique, ce qui les protège des tensions commerciales, des fluctuations monétaires et des surtaxes tarifaires. Leur modèle repose essentiellement sur des revenus d'abonnement fixes et mobiles, peu sensibles aux cycles économiques, ces services étant perçus comme essentiels même en période de ralentissement ; la vente de terminaux, plus volatile, ne constituant qu'une part marginale de leurs revenus. Les revenus de services devraient croître de près de 2% par an sur 2025 et 2026, selon S&P. Ce rythme est similaire à celui observé entre 2021 et 2024, mais l'environnement macroéconomique invite à nuancer cette comparaison : sur la période 2021-2023, la croissance nominale du PIB en zone euro était nettement plus élevée que 2024 et que celle attendue pour 2025-2026. Si la croissance des revenus reste modeste, elle est en revanche plus en ligne avec le cycle économique qu'auparavant.

Par ailleurs, S&P anticipe une hausse progressive des marges, avec des gains de rentabilité qui devraient porter les marges d'Ebitda à une progression d'environ 1 point de pourcentage d'ici 2026. Cette amélioration sera principalement soutenue par des gains d'efficacité, résultant notamment de réductions de coûts et de synergies liées aux fusions-acquisitions, ainsi que par une baisse progressive des dépenses d'exploitation dédiées à la maintenance, au fur et à mesure que les réseaux migrent vers la fibre. Si les coûts salariaux ont augmenté en 2024, S&P prévoit une modération de l'inflation salariale en 2025-2026, ce qui devrait atténuer les pressions sur les marges et permettre de préserver cette tendance positive.

Cette dynamique opérationnelle se reflète déjà dans les résultats récents : selon Morgan Stanley, près de 60% des opérateurs télécoms européens ont dépassé les attentes d'Ebitda au premier trimestre 2025, grâce à une gestion rigoureuse, des restructurations ciblées (comme celles menées par Telia ou Tele2) et une discipline renforcée sur les coûts.

Le secteur entre par ailleurs dans une phase de normalisation des investissements après une décennie marquée par des Capex élevés liés au déploiement de la 4G, 5G et de la fibre. Les dépenses d'investissement devraient diminuer, passant de 21% du CA à environ 16% d'ici 2026, voire moins de 15% chez certains opérateurs historiques, grâce à la fin progressive du cuivre et aux gains d'efficacité sur les réseaux fibre. Cette baisse structurelle des Capex améliore nettement les flux de trésorerie disponibles, qui devraient doubler par rapport à 2021. Si les agences de notation restent prudentes, la solidité financière du secteur s'améliore, offrant aux opérateurs plus de flexibilité pour arbitrer entre réduction de la dette, dividendes et investissements ciblés, dans un contexte de taux d'intérêt élevés.

Parallèlement, la monétisation des infrastructures (tours, fibre, data centers) continue d'attirer des investisseurs spécialisés, offrant un levier efficace pour réduire la dette ou réallouer du capital. Cependant, certains opérateurs, comme VodafoneZiggo aux Pays-Bas ou Vmed en Grande-Bretagne, tous deux en partie détenus par Liberty Global, adoptent une politique de rémunération très agressive envers leurs actionnaires, malgré une situation opérationnelle tendue, ce qui peut compromettre la solidité de leur modèle économique.

Par ailleurs, depuis 2024, le climat réglementaire a clairement évolué. Le rapport Draghi de septembre 2024 et les déclarations de la commissaire européenne à la concurrence, Teresa Ribera, traduisent une volonté de rééquilibrer la politique de concurrence : ne plus se limiter à la défense des prix bas, mais aussi favoriser l'investissement, l'innovation et la souveraineté industrielle. Des fusions majeures, comme Orange/MásMóvil en Espagne, Vodafone/Fastweb en Italie ou Vodafone/Three au Royaume-Uni, ont été autorisées l'an dernier avec des remèdes ciblés, dans des conditions plus souples que celles imposées il y a une décennie, lorsque des projets comme Telia/Telenor au Danemark ou Three/O2 au Royaume-Uni par exemples avaient été purement et simplement bloqués. Ce tournant ne garantit pas une vague de consolidation massive, mais ouvre des perspectives plus crédibles pour un marché plus rationnel. Toutefois, les fusions transfrontalières restent peu probables à court terme, faute de marché unique et de synergies suffisantes. Dans ce contexte, la consolidation nationale apparaît plus réaliste, particulièrement sur des marchés saturés et très concurrentiels comme la France. Les rumeurs autour d'une possible cession de SFR illustrent cette dynamique, avec des scénarios mêlant cession d'infrastructures et reprise d'actifs. Ce type de montage pourrait faciliter l'acceptation réglementaire en maintenant une forme de concurrence par les infrastructures. Benoît Cœuré, président de l'Autorité de la concurrence, s'est récemment déclaré ouvert à discuter de tels projets, sur un modèle similaire à celui retenu lors de la fusion Vodafone/Three au Royaume-Uni.

Enfin, le risque d'un retour de la concurrence tarifaire généralisée n'est pas totalement écarté, notamment sur les marchés les plus fragmentés, comme le Portugal ou la Belgique, avec l'entrée récente sur ces marchés de l'opérateur roumain Digi. Cependant, les précédentes hausses tarifaires, souvent justifiées par l'inflation, ont été globalement bien absorbées, et la consolidation en cours réduit la probabilité d'une guerre des prix à grande échelle.

Dans ce contexte, le secteur européen des télécoms affiche une combinaison de résilience, discipline et potentiel de revalorisation, soutenu par un cadre réglementaire plus favorable et des flux de trésorerie en amélioration.

# 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 31 décembre 2024, Swiss Life Asset Managers gère 289,9 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 132,7 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un investisseur immobilier institutionnel leader en Europe<sup>1</sup>. Sur les 289,9 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 93,4 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 22,1 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 31 décembre 2024, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 115,4 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 2024

---

### 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, 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris ou sur le site [fr.swisslife-am.com](http://fr.swisslife-am.com). Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 30/04/2025. « 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](http://www.swisslife-am.com)

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

**En France :** [service.clients-securities@swisslife-am.com](mailto:service.clients-securities@swisslife-am.com),  
Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

**En Suisse :** [info@swisslife-am.com](mailto: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 : 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris

