

Newsletter

High Yield

Mai 2025

Le mois d'avril a été marqué par un pic de volatilité à la suite de l'annonce de tarifs douaniers par Donald Trump lors du « Liberation Day ». Craignant une stagflation ou une récession, l'ensemble des classes d'actifs ont subi une correction importante et très rapide après ces annonces. Le président américain a ensuite cherché à rassurer les investisseurs en annonçant une pause de 90 jours sur les tarifs spécifiques à chaque pays. La performance des classes d'actifs s'est redressée pour terminer le mois en légère baisse. Côté High Yield, l'écartement des primes de risque a été compensé par la baisse des taux souverains, permettant à la classe d'actifs d'enregistrer une performance légèrement positive en Europe. Aux US, la performance du High Yield est négative.

Faits marquants du mois

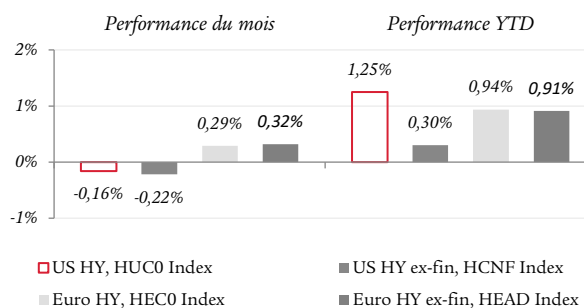
Performances

Sur le mois la performance diverge entre l'Europe et les US. Du côté du HY Euro, la performance mensuelle est positive à +29bps aidée par la contraction du yield 5 ans allemand (-31bps) et le carry, compensant l'écartement des primes de risque (+42bps). Inversement, le HY US affiche une performance négative, de -16bps, du fait de l'écartement des primes de risque (+39bps) contré également par la baisse des taux souverains mais pénalisé par le coût du hedging (-16bps).

Segments de notation

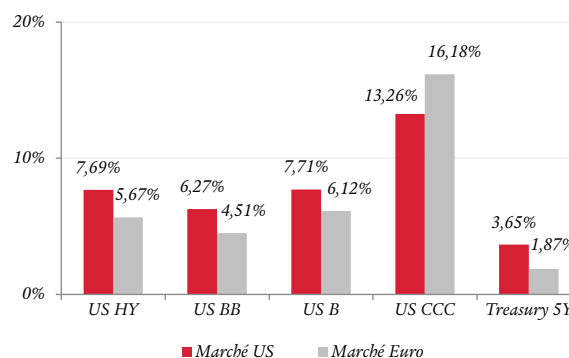
Dans ce contexte, sans surprise les ratings défensifs se comportent le mieux. Ainsi en Europe, le BB enregistre +42bps de performance, le B affiche une variation de 38bps ; et le CCC sous-performe largement à -1,49% (prime de risque +122bps). Nous observons les mêmes résultats aux Etats-Unis avec le BB à -6bps (primes +30bps), le B à -22bps (primes +43bps) et le CCC à -80bps (primes +73bps).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.04.2025

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.04.2025

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

En zone euro, les secteurs défensifs performant le mieux, à l'instar des Télécoms (+0,19%), les Services (+0,06%) et les Utilities (+5bps) ; tandis que les matériaux de base (-9bps) et l'Energie (-2bps) sous-performent dans un climat de crainte de récession.

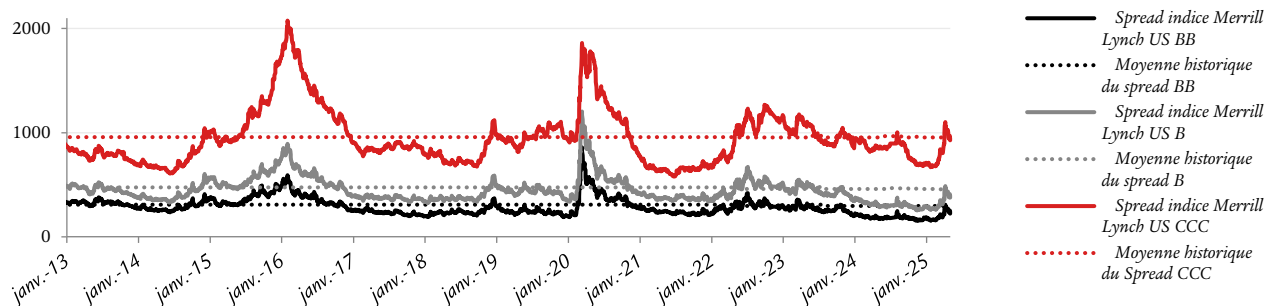
Même constat aux Etats-Unis, où les Télécoms (+11bps), la Santé (+11bps) et les Services (+8bps) mènent le peloton alors que les secteurs cycliques souffrent, comme notamment l'Energie (-38bps) avec la baisse du prix du pétrole de plus de USD20/bbl à USD58/bbl, mais aussi la vente en détail (-7bps) sur fonds de confiance des consommateurs en berne.

Marché primaire

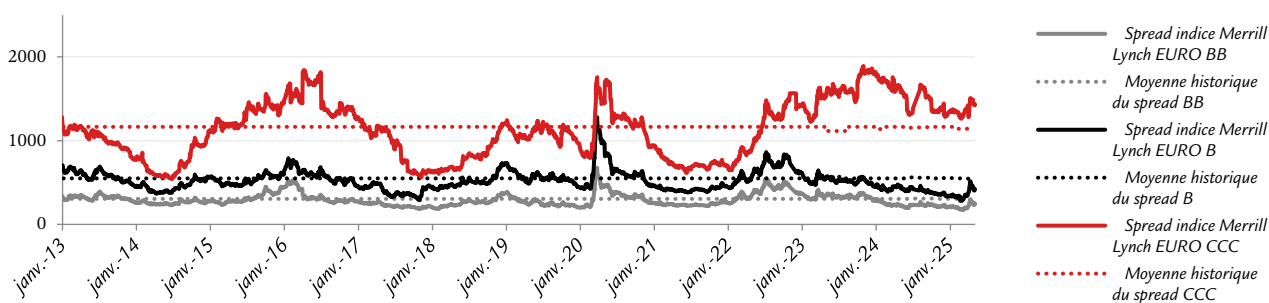
Le marché primaire en Europe continue sur sa bonne dynamique avec 5,8Md€ d'émissions (contre 5,6Md€ en mars qui avait déjà été un mois riche en émissions), avec cette fois-ci un léger biais vers les B (60% en volume) par rapport au BB (40%) et à travers tous les secteurs.

Aux Etats-Unis, le rythme continue de ralentir avec 14,5Mds\$ d'émissions (16,5Md\$ en mars mais 31,2Md\$ en février), avec une répartition homogène entre BB et B. Le secteur Oil & Gas a concentré encore 28% des émissions (en volume) et la Santé pour 50% des volumes. Aucune émission CCC n'a eu lieu en mars en Europe comme aux Etats-Unis.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Aucun défaut n'est à déclarer des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, le taux de défaut a baissé légèrement à 3,2% (contre 3,5% mars) profitant toujours de fondamentaux solides des émetteurs. De même aux Etats-Unis, le taux de défaut baisse à 1,1% (1,3% en mars), son niveau le plus bas depuis 2023.

Les *Rising Stars* sont plus importants que les *Fallen Angels* en avril. En Europe il n'y a pas eu de *Rising Star* ni de *Fallen Angel* à observer sur les émissions *Corporates*, mais on note sur les financières le passage des AT2 en IG des banques italiennes Unicredit (2,25Mds€) et Intesa San Paolo (3,75Mds€), à la suite du rehaussement de la note souveraine italienne par S&P à BBB+.

Sur le marché américain, les souches AT2 USD de ces deux banques Italiennes Unicredit (3,75Mds\$) et Intesa San Paolo (1,5Mds\$) sont les *Rising Stars* du mois, en revanche on note GFL Environnement dont les souches sécurisées repassent High Yield après un court passage d'un mois en IG en mars.

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

« *Les incertitudes sur l'évolution des tarifs rendent le marché nerveux* »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

Alors que les incertitudes liées aux droits de douane n'ont cessé de croître au cours du mois mars, avril a débuté avec le « *Liberation Day* » du Président Trump au cours duquel il a annoncé ses tarifs douaniers. Si l'annonce de ces tarifs était attendue, l'ampleur de ces derniers l'était beaucoup moins et a eu un impact très négatif sur les marchés.

Le 2 avril 2025, Donald Trump a introduit une structure tarifaire à deux niveaux, incluant un tarif de base à 10% sur toutes les importations, avec des taux plus élevés spécifiques à environ 60 pays. En particulier, la Chine a été frappée par un tarif supplémentaire de 34%, portant les tarifs totaux sur ce pays à 54%. En réponse, la Chine a également imposé des tarifs de la même ampleur sur les importations américaines. L'escalade a continué puisque le président américain a annoncé une hausse de 84% des tarifs ! Cette guerre commerciale aura des impacts significatifs sur le commerce mondial, la croissance mondiale et l'inflation. S'inquiétant de ces conséquences, le marché n'a pas tardé à réagir avec des baisses significatives sur l'ensemble des classes d'actifs. Le S&P 500 a perdu plus de 12% en 2 jours, ce qui en fait la cinquième baisse la plus importante enregistrée sur 2 jours depuis la Deuxième Guerre Mondiale. L'indice de volatilité VIX a clôturé au-dessus de 50 ce qui n'est arrivé que 2 fois au cours du siècle : lors de la Crise financière de 2008 et au début de la crise COVID. Le marché obligataire n'a pas été épargné subissant des écartements de spreads alors que les taux d'Etat américains à 5 ans, dans une vague de recherche de qualité (« *flight to quality* ») ont baissé de 20bps en 2 jours. A la suite de ces mouvements de marché très marqués, M. Trump a annoncé une pause de 90 jours pour les tarifs spécifiques par pays, sauf pour la Chine, seuls les 10% de base sur l'ensemble des biens importés restent en place. Il a également fait part de la possibilité de négocier au cas par cas avec les pays. Le marché, rassuré, a rebondi après ces annonces. Finalement les performances des différentes classes d'actifs sur le mois d'avril sont plutôt correctes avec des indices actions en légère baisse (S&P 500 : -0,68% et Eurostoxx 50 : -1,06%) et des indices obligataires neutres ou en faible hausse grâce à l'impact positif de la baisse des taux (Global IG : 0,27% et Global HY : -0,16%).

Concernant le marché High Yield, il a subi un écartement des primes de risque (+34bps en Europe et +40bps aux US) en lien avec les risques accrus de stagflation ou récession. Ceux-ci ont été compensés par la baisse des taux d'Etat permettant à la performance du marché HY Euro d'être positive sur le mois (+0,3%) et à celle du marché HY US d'être légèrement négative (-0,1%). Dans le détail, le segment BB, de meilleure qualité, a surperformé grâce à une sensibilité aux taux supérieure et à un écartement des primes de risque plus mesuré. Les secteurs sensibles aux tarifs et plus cycliques ont sous performés (industrie de base, énergie ...) alors que les secteurs domestiques et plus défensifs tels que les télécommunications enregistrent les meilleures performances. Lors de la période de forte volatilité on a constaté une liquidité plus faible sur le marché HY mais pas de capitulation. Le marché restait ouvert avec certaines obligations qui continuaient d'être échangées, en particulier celles d'émetteurs peu sensibles aux tarifs. On a également observé un intérêt accru pour la classe d'actif une fois la pause de 90 jours annoncée. Le sentiment reste bon et les facteurs techniques continuent de soutenir la classe d'actif avec un volume de marché primaire en forte baisse.

Nous avons profité de l'écartement massif des primes de risque pour prendre profit sur la totalité de la couverture que nous avions via l'indice CDS CrossOver. Etant donné l'ampleur de cet écartement, nous avons déployé une partie de nos liquidités vers des émetteurs de bonne qualité moins sensible aux tarifs. Nous avons également légèrement réduit notre sous pondération massive sur le secteur automobile à la suite de la chute des prix des obligations. Dans ce secteur, nous nous sommes concentrés sur les émetteurs de meilleure qualité (type Forvia). Nous gardons tout de même une sous pondération étant donnée les incertitudes quant à l'évolution des tarifs et les impacts sur ce secteur. Nous avons également profité des primes offertes par le marché primaire lors de sa réouverture en fin de mois. Enfin, nous avons réduit la durée des portefeuilles en raison de l'importance du mouvement sur les taux souverains.

2. Le marché primaire américain se grippe avec les errements de la politique commerciale de Donald Trump

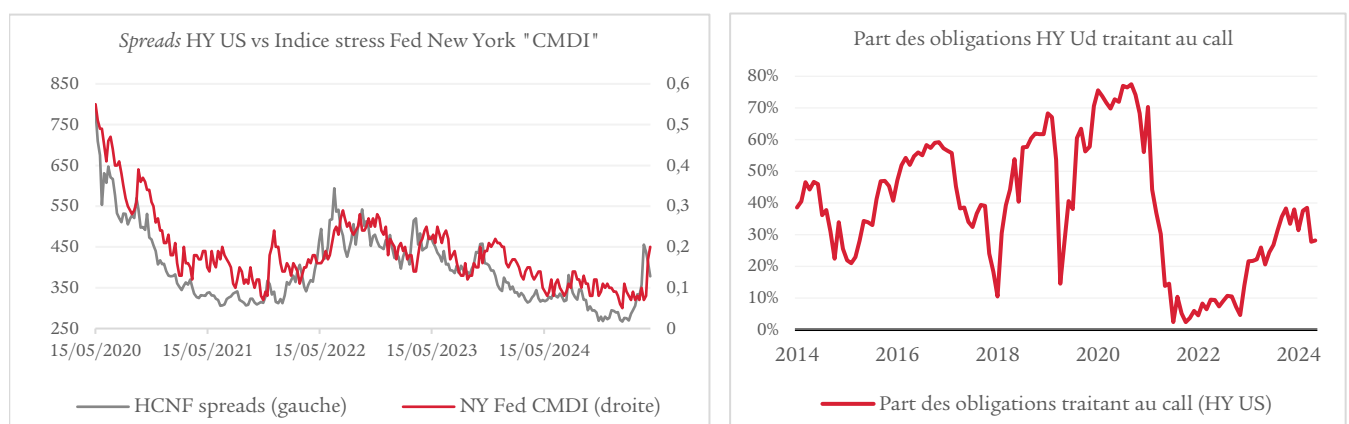
Nous avons pu observer des dynamiques contraires sur les marchés primaires américains et européens au cours des derniers mois. La guerre commerciale engagée par le président américain et la rhétorique versatile en la matière ont eu un effet de report et d'attentisme sur ce marché à en juger par les volumes : en février, le mois suivant l'investiture de Donald Trump, nous avons relevé une envolée spectaculaire de 160% des volumes par rapport à la moyenne de novembre à janvier pour un montant de 31,2Mds\$, puis en mars la dynamique s'est complètement retournée avec une baisse de 53% à 16,5Mds\$ par rapport à février, et les volumes diminuent à nouveau en avril avec 14,5Mds\$. Dans le même temps, l'Europe a poursuivi la dynamique de reprise engagée en février qui faisait état d'une hausse de près de 75% comparée à la moyenne des trois mois précédents, le tout atteignant un montant de 4,5Mds€ ; s'en est suivie une hausse de 25% à 5,6Mds€ en mars, et les volumes augmentent encore en avril avec 5,8Mds€.

Le marché américain a ainsi fait les frais d'une dégradation des conditions de liquidité, cela se confirme par l'indice *CMDI* (*Corporate Bond Market Distress Index*) publiée par la Fed de New York (cf. graph infra) qui permet d'évaluer le niveau de stress des marchés obligataires, il constitue un bon indicateur global regroupant de nombreuses mesures liées au bon fonctionnement des marchés du crédit. La mesure a ainsi grimpé en flèche d'un niveau correspondant à une situation de marché stable, i.e. passant de 0,08 en moyenne depuis le début de l'année à 0,2 en avril à la suite du désormais « fameux » *Liberation Day* pour atteindre son plus haut niveau depuis décembre 2023. Un tel niveau coïncide avec un environnement de marché plus difficile, où les spreads étaient autour de 425-450bps par le passé. Le marché est aujourd'hui à un point de bascule : les *spreads* ont-ils atteint leur point haut ou entrons-nous dans un régime de *spreads* plus élevé pour une période longue du fait de l'incertitude accrue ? Nous avons ainsi constaté ce mois un flux de rachat massif des investisseurs sur le High Yield américain (10,3Mds\$) qui a annulé l'ensemble des souscriptions de l'année. Pour l'heure, les facteurs techniques viennent contrebalancer la hausse des spreads car pour la première fois depuis le début de l'année, la *net supply* était négative de -4,7Mds\$. Cela signifie que le volume d'émissions sortantes était plus élevé que les entrées, i.e. plus de rachat d'obligation par les émetteurs que de nouvelles émissions, et que la matrice de migration du High Yield vers Investment Grade était positive de 4,25Mds\$, i.e. il y a eu plus de Rising Stars que de Fallen Angels ce mois (sur l'ensemble du gisement financière incluses).

Le marché primaire américain s'est donc grippé avec des grains de sables à l'horizon dans les rouages du commerce mondial mais il continue à être alimenté par des entreprises, prêtes à concéder des primes plus généreuses. La situation est d'autant plus notable dans un contexte plus tendu car de nombreux émetteurs du mois étaient des situations spéciales : l'équipementier automobile français Forvia a réalisé sa première émission en \$ avec un coupon de 8%, Xerox a placé 800mn\$ sur deux tranches à 10,25 et 13,5%, Venture Global le complexe d'infrastructure pour l'export de GNL encore en phase de développement industriel a placé 2,5Mds\$.

La situation n'est donc pas dramatique, d'autant que nous observons une réouverture du marché début mai. Il convient enfin de souligner la part importante des obligations qui traitent au call sur le High Yield américain, i.e. celles ayant une probabilité élevée d'être rappelées avant leur maturité finale. Bien qu'elle ait diminué à 28% sur les deux derniers mois vs 36% entre fin août et fin janvier (moyenne 10 ans de 40%), elle reste à des niveaux qui laisse envisager du primaire dans les prochaines semaines.

Enfin, nous avons rappelé le mois dernier les fondamentaux solides du gisement qui permettront de soutenir la reprise du primaire quand les incertitudes se dissiperont.



Source : BofA - ICE index, Swiss Life Asset Managers – 30.04.2025

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 Europe¹. 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. 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

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'Arcenc 13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris



