

Newsletter

High Yield

Novembre 2025

Les banques centrales ont ajusté leur politique monétaire conformément aux attentes. La BCE a maintenu ses taux inchangés, tandis que la Fed a procédé à une baisse de 25 points de base, tout en adoptant un discours plus réservé quant à de nouvelles baisses à venir. Les taux souverains ont globalement reculé des deux côtés de l'Atlantique, soutenant les marchés financiers. Les actions ont progressé de plus de 2% et le segment High Yield est resté positif : +0,20% aux US et +0,09% en zone Euro, en devise locale. Cette dynamique a été portée par la détente des taux et le portage, malgré un léger élargissement des primes de risque. La volatilité s'est accrue au cours du mois, dans un contexte international marqué par des tensions géopolitiques, avant un retour au calme en fin de période.

Faits marquants du mois

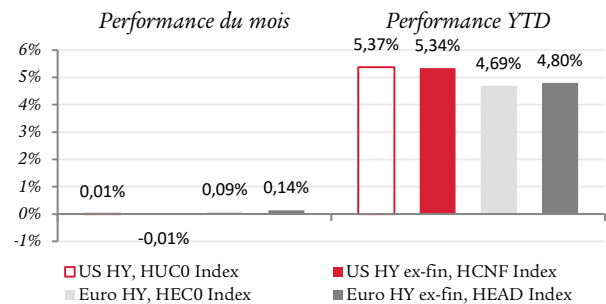
Performances

Le marché HY affiche des performances limitées à 0,09% pour le marché européen et 0,01% (couvert en euro) pour le marché HY US (0,20% en devise locale). Les performances limitées sur les deux marchés s'expliquent par l'impact négatif de l'écartement des primes de risque (+9bp en Europe et +14bp aux Etats-Unis), partiellement compensé par un retournement sur les taux (-8bp sur le 5 ans allemand et -5bp sur le 5 ans US).

Segments de notation

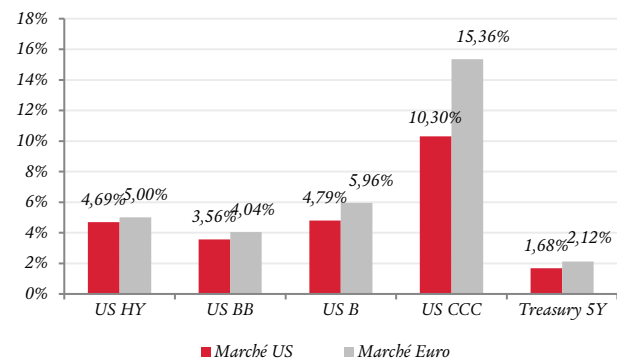
Sur le marché européen, les *spreads* des obligations notées "BB" ont quasiment fait du sur place avec +2bp et ont délivré une performance de +0,48 % grâce à l'effet taux. Les *spreads* sur les segments plus spéculatifs se sont nettement écartés, +31bp sur les obligations "B" avec une performance de -0,20% et +64bp sur les "CCC" (-4,64%). Aux US, les *spreads* "BB" sont restés stables (0,29% couvert en euros). Les *spreads* "B" se sont écartés de 24bp (-0,25%), ceux des obligations "CCC" se sont écartés de 71bp (-0,57%).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2025

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2025

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.

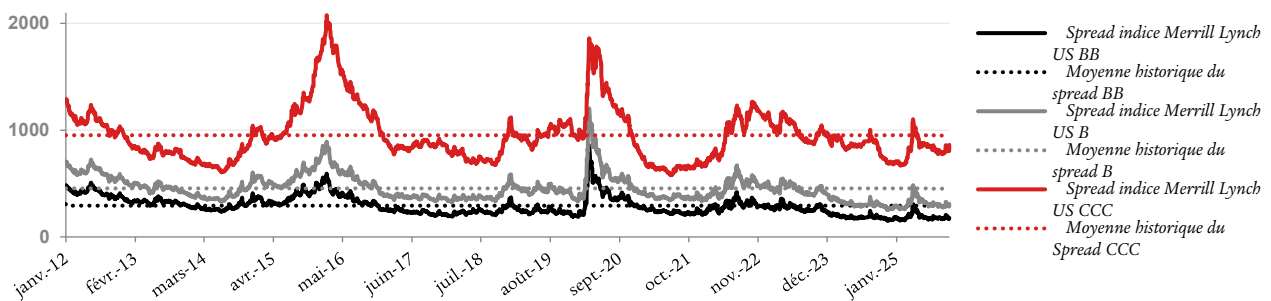
Secteurs

Sur le HY Euro, les secteurs Médias (+0,66%), Transports (+0,56%), Services aux collectivités (+0,52%), Commerce de détail (+0,45%) et Télécommunications (+0,42%) ont surperformé, tandis que les Industries de base ont nettement sous-performé (-2,10%), et dans une moindre mesure les Biens de consommation (-0,15%) et les Biens d'équipement (+0,03%). Sur le marché américain, la Santé (+1,10% en devise locale), les Services aux collectivités (+0,70%), les Télécommunications (+0,50%), les Loisirs (+0,38%) et le Commerce de détail (+0,33%), ont surperformé, tandis que les Médias (-0,50%), l'Auto

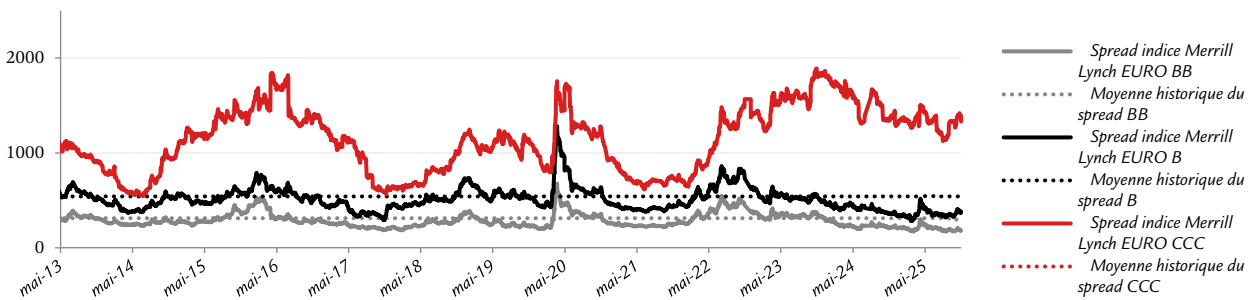
Marché primaire

Avec un total de 18,7Mds EUR d'émissions, le primaire a été encore très actif en octobre en Europe (3^{ème} mois le plus important de l'année et depuis 10 ans !), contribuant ainsi à poursuivre l'inversion de tendance d'un retour à la croissance de la taille du marché HY en euros (en glissement annuel), phénomène observé le mois précédent. Aux US, le marché primaire a nettement ralenti (17,5Mds USD) après le record historique enregistré en septembre (58,3Mds USD).

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Le marché HY US n'a enregistré aucun défaut ce mois-ci, le taux de défaut sur 12 mois glissants diminuant de 10 points de base à un niveau historiquement bas de 1,1% en valeur nominale, vs. 2,6% sur 10 ans. Dix des 20 secteurs du HY américain n'ont connu aucun défaut sur les 12 derniers mois, les défauts sont concentrés sur les Médias (4,2%), le Commerce de détail (3,2%), la Chimie (2,9%) et la Santé (2,7%).

Le taux de défaut sur 12 mois glissants pour le HY euro est stable à 2,2 %, il porte uniquement sur des obligations notées CCC (4,3%). À noter que les taux de défaut pour les obligations notées B et BB restent à zéro.

Aux US, quatre *rising stars* totalisant 2,0 Mds USD dans l'énergie, les services aux collectivités et les services financiers, tandis qu'aucun *fallen angel* n'est à signaler

En Europe, l'activité nette de relèvement de notation continue de progresser où aucun *fallen angel* n'est à relever tandis que l'on note 3,7Mds EUR de *rising stars* concernant des banques italiennes (Monte dei Paschi di Siena et Intesa Sanpaolo) et espagnole (obligations AT2 Abanca).

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

« *Nous observons une décompression des primes de risque* »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. *Stratégie High Yield*

Au cours du mois d'octobre, les politiques monétaires ont évolué conformément aux anticipations du marché. La Banque Centrale Européenne a maintenu ses taux directeurs inchangés, soulignant le retour de l'inflation à son objectif de 2 % et la résilience de l'économie de la zone euro. Néanmoins, l'institution a réaffirmé sa posture prudente face aux incertitudes économiques persistantes. Outre-Atlantique, la Réserve Fédérale américaine a procédé à une baisse de 25 points de base (bp) de ses taux directeurs, motivée par le ralentissement du marché de l'emploi et les incertitudes accrues liées au *shutdown* gouvernemental, le plus long jamais enregistré dans l'histoire des États-Unis. Si cette décision était largement anticipée, le discours du président Powell a surpris les marchés : il a indiqué qu'une nouvelle baisse de taux en décembre n'était en rien acquise, faisant chuter la probabilité implicite d'un nouvel assouplissement de 100 % à 60 %.

Les taux souverains ont réagi favorablement à ces annonces. En zone euro, le taux à 2 ans allemand a reculé de 5 points de base, tandis que les maturités à 5 et 10 ans ont baissé de 8 points de base. Une dynamique similaire s'est observée aux États-Unis, avec des replis respectifs de 3, 5 et 7 points de base sur les échéances à 2, 5 et 10 ans. Les marchés financiers ont enregistré des performances globalement positives sur le mois. Les actions ont progressé de plus de 2 %, et le segment High Yield a terminé en territoire positif (+0,20 % pour le HY US en devise locale, +0,09 % pour le HY Euro). Cette performance a été principalement soutenue par la baisse des taux souverains et le portage, bien que les primes de risque se soient légèrement écartées (+9 pb en Europe, +14 pb aux États-Unis). La surperformance du marché américain s'explique par un portage plus élevé ; toutefois, une fois ajustée du coût de couverture entre l'USD et l'Euro, la performance du HY US exprimée en euro tombe à +0,01 % sur le mois. La volatilité s'est accrue en octobre, alimentée par des tensions géopolitiques entre la Chine et les États-Unis, avant de s'atténuer à la suite d'une rencontre jugée constructive entre Donald Trump et Xi Jinping.

Après plusieurs mois de compression des primes de risque, le mois d'octobre a marqué une décompression sur l'ensemble du spectre du crédit. Le segment BB a été relativement plus résilient que le B, lui-même moins affecté que le CCC, illustrant la hiérarchisation du risque.

Dans ce cadre, nous maintenons un positionnement mesuré sur nos portefeuilles. Notre duration demeure supérieure à celle du marché, et bien que notre niveau de prime de risque ait été relevé, il reste inférieur à celui du marché.

Cette hausse a été compensée par un renforcement de notre couverture via l'iTraxx Crossover. Nous sommes restés actifs sur le marché primaire, ce qui explique en grande partie l'augmentation du niveau de *spread* des portefeuilles. Nous continuons de trouver des opportunités intéressantes sur le segment B euro, notamment pour les fonds à échéance.

2. La nouvelle tendance des « *distressed exchanges* » sur les défauts

Depuis fin 2021, les « *distressed exchanges* » (échanges en détresse) représentent une large majorité des défauts sur le High Yield US, marquant un changement structurel sur la manière dont les émetteurs gèrent leurs difficultés financières.

Autrefois utilisé par les émetteurs Investment Grade et High Yield pour gérer leur structure de capital, le terme « LME » est désormais utilisé par les investisseurs spécialisés dans les situations de détresse financière. Il correspond généralement à des manœuvres agressives de gestion de la dette, souvent assimilées à un événement de défaut par les agences de notation sur la base de deux critères : perte en capital pour les créanciers, et lorsque l'objectif principal de l'opération est d'éviter un défaut formel. En résumé, cela correspond à des restructurations volontaires et coercitives où les créanciers acceptent des conditions défavorables (par exemple, une réduction du coupon ou un allongement de la maturité), souvent en dehors du marché, et donc ne passent pas par le canal judiciaire du « Chapter 11 » (l'équivalent de la procédure de sauvegarde aux Etats-Unis) que l'on observe traditionnellement en cas de défaut de paiement classique (sur un coupon, ou à maturité).

Plusieurs formes de transactions rentrent dans ce cadre :

- Les « *asset drop-down* » (transfert d'actifs) où l'émetteur transfère du collatéral à une filiale « *unrestricted* » (non soumise aux restrictions) ou à une filiale soumise aux restrictions mais non garante, ce qui permet à l'émetteur de ne pas respecter les clauses ou les engagements de la dette existante.
- Les « *uptier* » (priorisation de dette) où l'émetteur modifie les termes de sa dette existante pour émettre une nouvelle dette avec un rang de séniorité supérieur et/ou échanger de la dette existante contre une nouvelle dette prioritaire.
- Les « *double-dip* » (double garantie) où une nouvelle dette est contractée par un groupe de créanciers extérieurs au périmètre existant (via une filiale non restreinte ou non garante), mais garantie par le groupe existant (première garantie). Ensuite, les fonds issus de cette nouvelle dette sont utilisés pour un prêt intragroupe également garanti par le groupe existant (deuxième garantie).

Pour les émetteurs et les actionnaires/sponsors, les « *distressed exchanges* » sont souvent préférés à la faillite en raison de leur meilleure efficacité économique. Contrairement aux procédures de faillite, les ils offrent une solution plus rapide et moins coûteuse pour restructurer la dette notamment en profitant de la flexibilité des covenants, tout en limitant les risques de perturbation opérationnelle afin de préserver la valeur de l'entreprise pour les actionnaires.

Pour les investisseurs, les « *distressed exchanges* » peuvent parfois être plus avantageux que la faillite. Ce sont souvent des solutions temporaires pour combler un manque de liquidité. Pour les investisseurs existants, ces transactions permettent d'éviter une cristallisation immédiate des pertes et d'ouvrir une fenêtre de potentiel de revalorisation, en prolongeant la durée nécessaire au redressement de l'entreprise. Pour les créanciers détenant une position significative, le pouvoir de négociation leur permet de sécuriser une position privilégiée dans la structure de capital post-restructuration. Ainsi, nous pouvons noter qu'il existe un différentiel important de valeur de recouvrement entre les faillites traditionnelles (25% de valeur de recouvrement moyenne depuis la crise financière de 2007-08) et les « *distressed exchanges* » (près de 60%) sur les obligations non-sécurisées, soit un différentiel de plus de 30 points. En revanche, les « *distressed exchanges* » ne sont pas toujours la meilleure option. Il existe des situations où le dépôt de bilan est préférable, notamment lorsque les négociations avec les créanciers aboutissent à une impasse, avec un risque croissant de destruction de valeur, ou lorsque l'emprunteur est fortement exposé à des baux immobiliers complexes ou à des litiges juridiques. Ainsi, nous pouvons mentionner que plus de la moitié des émetteurs ayant réalisé un « *distressed exchanges* » conservent une notation en catégorie « CCC » trois ans après, et environ 50% font défaut à nouveau dans les trois ans. Dans certains cas uniquement (environ 10% et 20%), les émetteurs réussissent à améliorer leur profil de crédit (avec une note réhaussée en catégorie « B ») notamment lorsque la liquidité de l'émetteur est renforcée, que les maturités sont allongées, et que le désendettement est engagé.

En conclusion, le cycle de défaut actuel, bien que modéré en intensité (reflet du bon état de santé des émetteurs), pourrait être plus long et persistant qu'anticipé, ce qui devrait maintenir un niveau de dispersion élevé. De plus, nous anticipons, au cours des deux à trois prochaines années, une diminution de la valeur de recouvrement sur le marché High Yield et donc une augmentation des pertes de crédit liées aux défauts.

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 31/10/2025. « 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'Arcen 13002 Marseille

Bureau principal : 122 rue La Boétie, 75008 Paris

