

# Newsletter

## High Yield

Octobre 2025

En septembre, les Banques Centrales ont marqué l'actualité économique. La BCE a maintenu ses taux inchangés, tandis que la Fed a abaissé les siens, en réponse à un marché de l'emploi américain en repli. Les taux souverains ont réagi de manière contrastée des deux côtés de l'Atlantique. Le marché du High Yield a poursuivi sa dynamique positive, soutenu par le portage, malgré un léger affaiblissement des facteurs techniques. Les fondamentaux des entreprises restent solides après une bonne saison de publication des résultats du deuxième trimestre.

## Faits marquants du mois

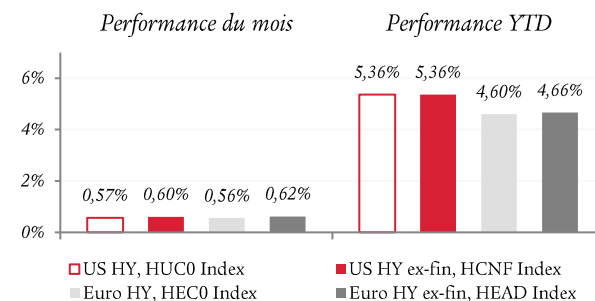
### Performances

Le marché HY affiche des performances positives des deux côtés de l'Atlantique à 0,56% pour le marché européen et 0,57% (couvert en euro) pour le marché HY US (0,78% en devise locale). Le marché HY Euro était soutenu par un léger resserrement des *spreads* (-11 points de base), partiellement compensé par une hausse des taux (+5 points de base sur le 5 ans allemand). Aux États-Unis, les *spreads* sont restés stables, tandis que la baisse des taux longs (-8 points de base sur les Treasuries à 10 ans) a apporté un soutien modéré.

### Segments de notation

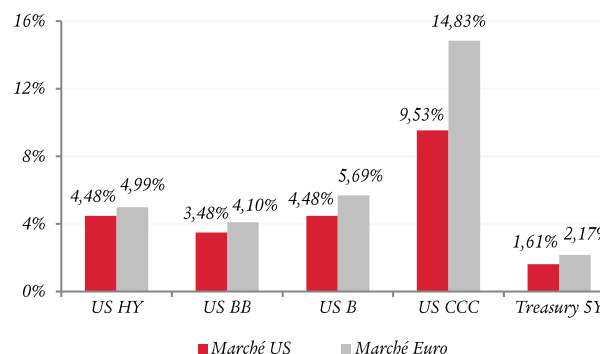
Sur le marché européen, les *spreads* des obligations notées "BB" se sont resserrés de 9 bps avec une performance totale de +0,58%. Les *spreads* des obligations "B" sont restés stables (+0,65%), tandis que ceux des obligations "CCC" se sont élargis de 79 bp (-0,33%). Aux US, les *spreads* "BB" sont restés stables (0,60% couvert en euros). Les *spreads* "B" se sont resserrés de 8 bps (+0,62%), tandis que ceux des obligations "CCC" se sont élargis de 8 bps (+0,71%).

### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.09.2025

### YIELD TO WORST\*



Source : Swiss Life Asset Managers – 30.09.2025

**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.

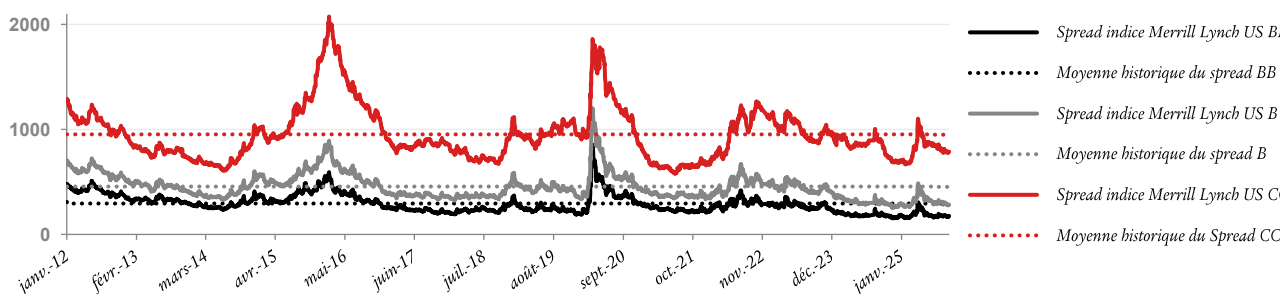
## Secteurs

Sur le HY Euro, par secteur, l'Énergie (+1,71 %), la Technologie (+1,08 %) et l'Immobilier (+0,94 %) ont surperformé, tandis que le Transport (+0,13 %), les Médias (+0,20 %) et l'Industrie de base (+0,37 %) ont sous-performé. De l'autre côté de l'Atlantique, le Commerce de détail (+1,28 % couvert en euros), les Télécommunications (+1,09 %) et les Médias (+82 %) ont surperformé, tandis que les Loisirs (+0,20 %), les Biens d'équipement (+0,28 %) et l'Industrie de base (+0,39 %) ont sous-performé.

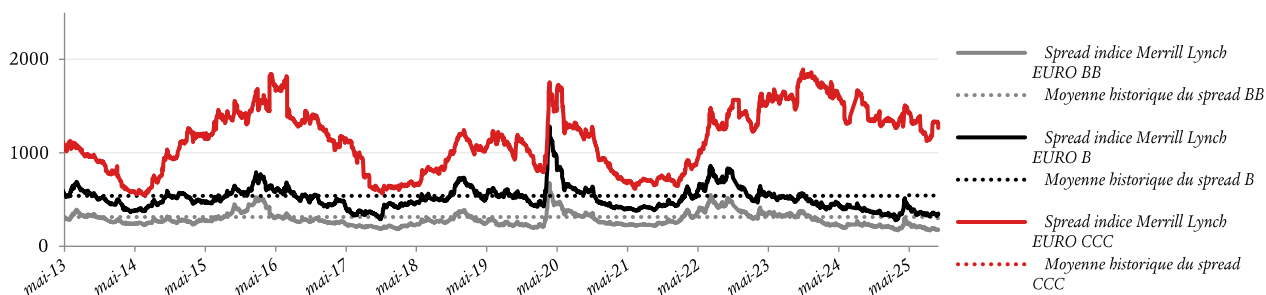
## Marché primaire

Pour la première fois depuis mi-2022, la taille du marché HY en euros a augmenté en glissement annuel. Le mois dernier a été le meilleur mois de septembre pour les émissions brutes de dette HY depuis 2020 (13 Mds EUR d'émissions brutes et 5,1 Mds EUR nettes). Aux US, le marché primaire a été exceptionnellement actif en septembre, avec 58,3 Mds de dollars d'émissions, un record historique (dépassant les 58,0 Mds de mars 2021) et le double du rythme mensuel moyen observé cette année. Cela dit, les émissions notées CCC sont restées limitées, avec seulement 400 millions de dollars émis, tandis que le reste s'est réparti équitablement entre les catégories BB et B.

### 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, laissant le taux de défaut sur 12 mois glissants à un niveau bas de 1,2 % en valeur nominale, et à 2,5 % en nombre d'émetteurs, en légère baisse. 10 des 20 secteurs du HY n'ont connu aucun défaut sur les 12 derniers mois, et trois autres affichent un taux de défaut inférieur à 0,5 %.

Le taux de défaut sur 12 mois glissants pour le HY euro a baissé de 0,5 % sur un mois, à 2,2 %, mais celui des obligations notées CCC a encore augmenté, atteignant 4,3 %. À noter que les taux de défaut pour les obligations notées B et BB restent à zéro. Aux US, 180 Medical (secteur de la santé) et Louisiana Pacific (secteur immobilier) ont intégré les indices Investment Grade. Aucun *Fallen Angel* n'est à déclarer aux US.

En Europe, l'activité nette de relèvement de notation continue de progresser, tant pour la dette Investment Grade que High Yield en euros. À noter que la société immobilière finlandaise Citycon a été dégradée en catégorie High Yield.

**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 constatons une légère inflexion des facteurs techniques* »

### Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

## 1. Stratégie High Yield

Le mois de septembre a été rythmé par les réunions des principales Banques Centrales, dans le sillage du symposium de Jackson Hole. Sans surprise, la Banque Centrale Européenne a maintenu ses taux directeurs inchangés, soulignant une inflation désormais mieux maîtrisée et une croissance, certes modeste, mais toujours positive. Aux États-Unis, Jérôme Powell a concrétisé la baisse de taux annoncée quelques semaines auparavant. La faiblesse persistante du marché de l'emploi – l'un des indicateurs clés suivis par la Réserve fédérale – a été un facteur déterminant dans cette décision.

L'impact de ces annonces sur les taux souverains a été relativement hétérogène. Outre-Atlantique, les taux courts sont restés stables (le 2 ans a baissé de 1 point de base), tandis que le 5 ans s'est écarté de +4 pb et que le 10 ans a enregistré une baisse plus marquée (-8 pb). En Europe, les taux courts et intermédiaires se sont écartés (+8 pb pour le 2 ans allemand, +5 pb pour le 5 ans allemand) alors que les taux longs sont restés stables (-1 pb pour le 10 ans).

Dans ce contexte, la classe d'actifs High Yield poursuit sa dynamique positive, avec des performances de +0,56 % en Europe et +0,57 % aux États-Unis. Le portage reste le principal moteur de performance. Les primes de risque se sont resserrées en Europe et sont restées stables aux États-Unis, évoluant toujours à des niveaux historiquement bas.

Sur le plan technique, bien que les facteurs restent globalement favorables, une légère inflexion a été observée. Le marché primaire est demeuré très actif en septembre, tandis que des sorties ont été enregistrées sur la classe d'actifs. Nous avons d'ailleurs constaté une augmentation de la taille du gisement alors que ce dernier était en décroissance depuis plusieurs années. La saison des résultats du deuxième trimestre a été satisfaisante avec peu de déceptions. Les fondamentaux restent solides : les niveaux d'endettement demeurent inférieurs à leur moyenne historique, les flux de trésorerie progressent par rapport à l'an passé, et le ratio de couverture des intérêts, bien qu'en légère baisse, reste supérieur à sa moyenne de long terme.

Dans ce contexte, nous avons choisi d'allonger la durée de nos fonds afin de tirer parti des récents mouvements de taux. Nous estimons que ces derniers pourraient continuer à baisser, notamment sur la partie européenne, rendant le portage d'autant plus attractif. Bien que les *spreads* soient revenus aux niveaux les plus bas observés fin septembre 2021 sur le High Yield Euro, le portage reste autour de 5,0 %, ce qui pourrait soutenir la classe d'actifs car il est actuellement 2,25 fois plus élevé qu'à l'époque. Certaines poches de valeur subsistent, notamment sur le segment B Euro, où plusieurs émetteurs offrent des primes intéressantes. Nous avons été actifs sur le marché primaire, tout en conservant une sous-pondération sur le High Yield américain. Enfin, nous maintenons notre surpondération sur les dettes hybrides corporate, qui continuent de présenter un potentiel de valorisation attractif.

## 2. *Fallen Angels* : les changements d'approche de la BCE pourraient créer des risques mais aussi des opportunités

Le terme *Fallen Angels* désigne une entreprise dont la notation de crédit a été dégradée, passant du statut Investment Grade à celui High Yield. Ce déclassement entraîne des conséquences importantes tant pour l'émetteur — hausse du coût de financement, pression accrue sur la liquidité — que pour les investisseurs, qui voient ces obligations devenir plus volatiles et parfois inéligibles dans certains mandats/fonds. Pourtant, elles peuvent aussi offrir des rendements attractifs pour ceux capables d'en évaluer le potentiel.

La Banque Centrale Européenne, via ses programmes CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*) et PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), a longtemps acheté des obligations Investment Grade pour soutenir l'économie. Jusqu'à récemment, elle se contentait de laisser les titres arriver à échéance sans les renouveler. Mais en 2025, selon une étude récente, Morgan Stanley observe un changement : la BCE aurait vendu depuis le début de l'année environ 3 milliards d'euros d'obligations, au-delà des simples maturités. Ce chiffre dépasse largement les réductions habituelles liées au roulement naturel du portefeuille.

Ces ventes ciblent principalement des titres devenus High Yield après des dégradations de notation ou des défauts de paiement. Parmi les émetteurs concernés figurent Auchan Holding et sa filiale immobilière Ceetrus, CPI Property Group, Eutelsat, Telecom Italia, Valeo, Worldline, ZF, ainsi qu'Atos, dont plusieurs obligations ont été retirées après défaut. Le rapport suggère que la BCE n'a pas simplement allégé ses positions, mais a procédé à des ventes complètes. Cette stratégie traduit une volonté de réduire l'exposition aux crédits fragiles, surtout après les pertes subies sur quatre émetteurs depuis 2016 : Ado Properties, Atos, Distribuidora Internacional de Alimentacion et Steinhoff Europe.

Elle s'inscrit aussi dans un contexte réglementaire plus strict. À partir d'août 2026, la BCE prendra en compte la deuxième meilleure notation parmi les agences, et non la meilleure, pour déterminer l'éligibilité à l'Investment Grade. Cette mesure rendra plus difficile l'accès aux programmes de soutien monétaire pour certaines entreprises. Ce durcissement pourrait accélérer les ventes d'obligations de *Fallen Angels* et accentuer la pression sur leurs *spreads*. Il pourrait aussi modifier la composition du marché obligataire européen, en augmentant la part des titres HY et en réduisant celle des IG. Pour les investisseurs, cela implique une vigilance accrue pour identifier les titres à risque et anticiper les mouvements de la BCE.

Morgan Stanley identifie déjà des obligations détenues par la BCE qui sont notées High Yield selon cette nouvelle définition, ainsi que des titres proches du déclassement. Parmi les obligations concernées par au moins une notation déjà en catégorie High Yield, on retrouve de nombreux émetteurs du secteur automobile (Hella, Renault, Schaeffler, Valeo, ZF), des entreprises du secteur TMT (Infrastrutture Wireless Italiana, Nokia, Telecom Italia), des utilities comme Eustream et Saur, ainsi que d'autres émetteurs comme Mundy's, Whirlpool ou WizzAir. Sont également surveillés des émetteurs notés BBB-/Baa3 avec une perspective ou une surveillance négative, comme Albemarle et Lanxess dans la chimie, ou encore l'opérateur satellite SES.

Les effets des ventes passées sur le marché sont mesurables. Selon Morgan Stanley, les *spreads* des obligations vendues s'élargissent en moyenne de 61 points de base dans le mois précédant la vente, puis se resserrent de 59 points après. Comparées à l'indice BB, ces obligations sous-performent avant la vente mais surperforment après. 92 % des titres étudiés ont vu leur *spread* se resserrer dans la semaine suivant leur retrait du portefeuille de la BCE, et 80 % dans le mois suivant. Ces chiffres montrent que les ventes de la BCE peuvent créer des opportunités tactiques pour les investisseurs capables d'anticiper ces mouvements.

La modification de la stratégie de la BCE, en vendant plus activement certains titres *Fallen Angels*, influe directement sur la dynamique du marché obligataire. Ce mouvement génère une volatilité accrue à court terme, mais offre également des opportunités pour les investisseurs capables d'anticiper ces fluctuations.

# 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 Europe<sup>1</sup>. 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](http://fr.swisslife-am.com). Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 30/09/2025. « 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 : 122 rue La Boétie, 75008 Paris

