

Newsletter

High Yield

Avril 2025

De part et d'autre de l'Atlantique, les performances des marchés High Yield (-0.99% HY Euro et -1.19% HY US) ont été pénalisées par les incertitudes croissantes concernant l'application des droits de douane. Les répercussions négatives sur la croissance mondiale et un rebond de l'inflation font désormais craindre un scénario de stagflation. Les primes de risque High Yield se sont écartées plus largement aux US (+68bps) qu'en Europe (+39bps). Toutefois, les perspectives d'un stimulus budgétaire massif en Europe pour financer les dépenses de défense ont lourdement impacté les taux souverains européens (+33bps sur le Bund).

Faits marquants du mois

Performances

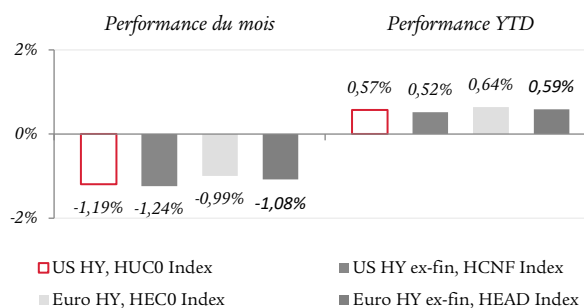
Sur le mois de mars, le marché HY dans son ensemble affiche des performances négatives. Du côté du HY Euro, la performance mensuelle est de -0,99%, pénalisée par la hausse conjuguée des taux (+19bps sur le 5 ans allemand ; +33bps sur le 10 ans) et des primes de risques (+39bps). Le HY US affiche également une performance négative, de -1,19%, du fait uniquement de l'écartement, plus important, des primes de risque (+68bps) ; les taux souverains ayant clos le mois à des niveaux stables (sur le 10 ans US) ou en retrait (-11bps sur le 2 ans ; -7bps sur le 5 ans).

Segments de notation

En zone Euro, et sans grande surprise dans ce contexte de marché, le segment BB résiste le mieux (-0,84%) avec un écartement des *spreads* limité à +35bps.

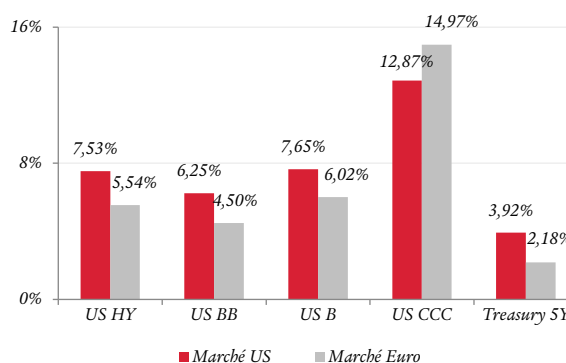
Le B affiche une variation de -1,17% avec un écartement de *spread* de +75bps ; et le CCC sous-performe largement à -2,02%. Nous observons les mêmes résultats aux Etats-Unis avec le BB à -0,70% (primes +43bps), le B à -1,42% (primes +80bps) et le CCC à -2,98% (primes +172bps).

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.03.2025

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.03.2025

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.

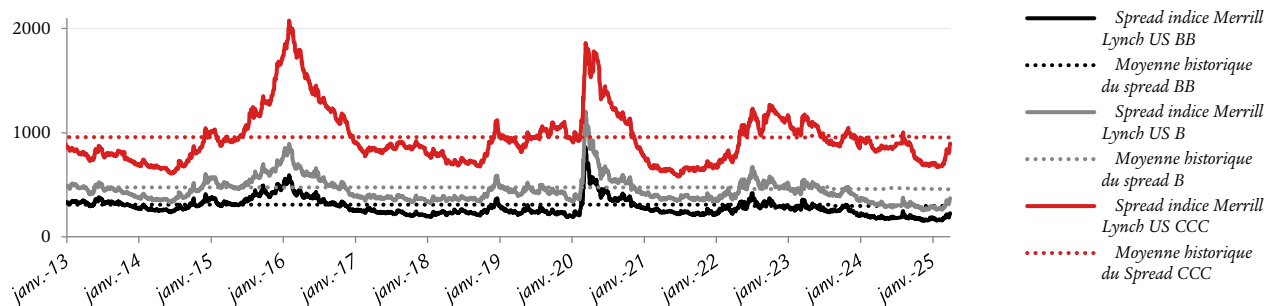
Secteurs

En zone euro, aucun secteur n'affiche de performance positive, avec la consommation (cyclique -1,28% et non-cyclique -1,66%) et l'industrie de base (-1,42%) en queue de peloton. La Technologie (-0,39%), les Services Financiers (-0,68%) et les Telecoms (-0,73%) résistent le plus. Même constat aux Etats-Unis, où chaque secteur termine dans le rouge ; en particulier pour la Distribution (-2,27%), la Technologie (-1,63%) et les Services (-1,61%). De leur côté, l'Aérospatial et la Radiodiffusion limitent leur baisse à -0,12%.

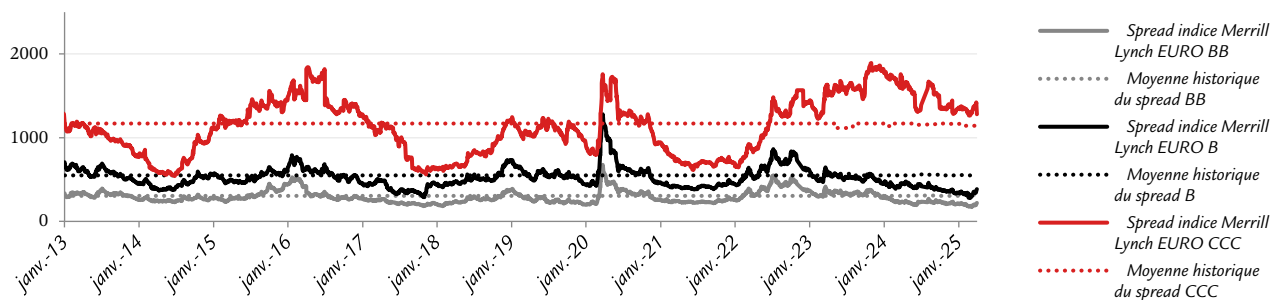
Marché primaire

Le marché primaire en Europe a de nouveau été ferme sur le mois de mars avec 5,6Md€ d'émissions (contre 4,5Md€ en février qui avait déjà été un mois riche en émissions), avec un biais marqué sur le BB (82% en nombre d'émissions et 84% en volume) par rapport au B (respectivement 18% et 16%), et sur le secteur automobile ou assimilé (respectivement 36% et 43%). Aux Etats-Unis, le rythme s'est largement ralenti avec 16,5Md\$ d'émissions (contre 31,2Md\$), également marqué par un poids plus important du BB (respectivement 68% et 76%) vis-à-vis du B (respectivement 32% et 24%). Le secteur Oil & Gas a concentré 20% des émissions (en nombre et en volume).

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

En Europe, le taux de défaut est remonté légèrement à 3,5% (contre 3,4% en février et bien au-dessus du 1,3% de mars 2024). La société de services Selecta n'a pas honoré son dernier coupon ; et le packager plastique Kloeckner Pentaplast a proposé un échange « distress » à ses porteurs. Le chemin fut inverse aux Etats-Unis, avec un taux de défaut à 1,3% (contre 1,4% en février 2024 et 2,2% en mars 2024), malgré l'échange « distress » de l'acteur de santé Modicare. En Europe, il n'y a pas eu de Rising Star ou de Fallen Angel à observer. Sur le marché américain, nous avons noté deux Rising Stars, GFL Environmental (2,3Md\$ d'obligations) et United Airlines (3,9Md\$ d'obligations). A l'inverse, aucun émetteur n'a été dégradé 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

« Les craintes de stagflation font leur retour »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

Le premier trimestre 2025 a été particulièrement chahuté pour les marchés financiers, avec le S&P 500 enregistrant sa plus forte baisse trimestrielle depuis 2022 à -4,28% dont -5,63% sur le seul mois de mars 2025 ; la raison principale étant les annonces particulièrement agressives de droits de douanes de la part des Etats-Unis, bien au-delà des mesures implémentées par M. Trump lors de son premier mandat. Toutefois, les actions européennes ont largement surperformé grâce à un changement majeur de régime fiscal en faveur d'une augmentation des dépenses de défense. En effet, le premier trimestre 2025 a marqué l'écart de performance trimestriel le plus important depuis une décennie entre les actions européennes et les actions américaines, même si sur le mois de mars 2025 les actions européennes affichent des performances également négatives.

Sur le mois de mars 2025, les incertitudes liées aux droits de douane n'ont cessé de croître, exerçant une pression sur les marchés financiers en raison des répercussions négatives anticipées sur la croissance mondiale à court terme. Ainsi, un tarif douanier de 25 % a été imposé en début de mois sur le Canada et le Mexique après un report d'un mois, tandis que la Chine a subi une hausse supplémentaire, passant de 10 % à 20 %. Parallèlement, des droits de douane de 25 % sur l'acier et l'aluminium ont été appliqués, et une mesure équivalente sur le secteur automobile a été annoncée en fin de mois, avec une mise en œuvre prévue début avril. Pour couronner le tout, le marché est désormais dans l'attente des annonces de droits de douane du 2 avril et la mise en place potentielle de droits de douane réciproques. Au-delà de l'effet négatif sur la croissance, les marchés s'inquiètent également de l'impact haussier sur l'inflation étant donné qu'elle se situe toujours au-dessus des niveaux cibles des principales économies. Par exemple, le swap d'inflation 1 an US termine le mois de mars à 3,25%, soit son plus haut niveau depuis 2 ans, alors que les anticipations d'inflation de la part des consommateurs continuent d'évoluer à la hausse, tout comme le core PCE (mesure préférée de la FED) qui s'établit au plus haut depuis mars 2024. Dans ce contexte, les craintes de « stagflation » (ralentissement de la croissance conjuguée à une hausse de l'inflation) ont fait leur retour, expliquant le sentiment de marché « risk-off » au cours du mois de mars 2025.

En Europe, nous avons observé un tournant budgétaire marqué par une forte hausse des dépenses de défense. Ainsi, la nouvelle coalition allemande a proposé une réforme du frein à l'endettement inscrit dans la constitution (pour financer la défense) ainsi qu'un fonds d'infrastructure de 500Md€. Parallèlement, au niveau de l'UE, la Commission a proposé que les États membres puissent augmenter considérablement leurs dépenses de défense sans enfreindre les règles européennes en matière de déficit. Cette perspective d'un important stimulus budgétaire a eu un impact massif sur les taux souverains avec une hausse de près de 30bps sur le Bund, soit la plus forte hausse quotidienne depuis la réunification allemande en 1990, alors que les attentes de croissance en Europe ont été revues à la hausse. Alors que le marché High Yield avait initialement bien résisté à l'environnement « risk-off » grâce aux facteurs techniques qui soutiennent ce marché depuis quelques mois (flux entrants sur la classe d'actifs, déficit de primaire...), les primes de risque se sont toutefois écartées sur le mois de mars de près de +40bps sur le High Yield Euro ex-Fins et de +70bps sur le High Yield US ex-Fins générant des performances de l'ordre de -1,1% aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. De plus, l'écartement des primes de risque s'est effectué dans un mouvement de décompression, c'est-à-dire une sous-performance des notations les plus risquées (B et CCC) par rapport au BB. Enfin, nous avons observé une sous-performance de la part des secteurs sensibles aux droits de douane (automobile, chimie...) et aux secteurs liés à la consommation (biens de consommation, retail...).

Malgré les récents écartements de prime de risque sur le High Yield, nous estimons qu'à court-terme le potentiel d'écartement de primes de risque reste présent. Nous avons pris profit partiellement sur notre couverture via l'indice CDS Xover implémentée mi-février 2025 mais nous conservons toutefois notre positionnement défensif grâce à notre couverture sur CDS Xover résiduelle et à notre surpondération sur les notations BBB et BB (vs. B et CCC) par rapport à nos indices de référence. Face au redémarrage du primaire High Yield Euro, nous avons participé à des émissions primaires notées dans la catégorie BB sur des secteurs cycliques (chimie, automobile) qui offraient des primes d'émission que nous jugions attractives. Sur le secondaire, nous avons profité des écartements des primes de risque pour renforcer notre exposition à certaines émissions notées dans la catégorie B sur des secteurs défensifs (télécommunications, santé). De façon générale, nous maintenons un positionnement conservateur avec une sous-pondération sur les primes de risque et une surpondération sur les taux, notamment européens.

2. Les fondamentaux US restent solides dans un contexte économique plus incertain

Le marché HY US enregistre des résultats d'entreprise solides au Q4 avec une croissance des ventes qui s'est établie à +1,6% en glissement annuel et une croissance plus forte de l'EBITDA (+3,4% en glissement annuel) impliquant des marges d'EBITDA élevées (16,5% sur 12M glissant). De plus, l'endettement brut médian s'est amélioré, avec une réduction de l'endettement élevé (noms avec un endettement supérieur à 6x) à un niveau le plus bas depuis plus de 10 ans à 3,4x de levier brut et 2,9x de levier net. Les indicateurs de couverture ont montré une stabilité, oscillant entre 4,6x et 4,8x pour toute l'année, alors que le coût de la dette continuait de diminuer.

Attention néanmoins aux perspectives 2025 : le marché prévoit une croissance des bénéfices négative à court terme avec un consensus EBITDA en glissement annuel à -3% pour le 1er trimestre 2025 et des effets de comparaison moins favorables. Le ralentissement des bénéfices devrait être généralisé, principalement dans les secteurs des communications, de la consommation et de l'industrie qui souffrent de l'incertitude autour de la politique de guerre commerciale agressive menée par M. Donald Trump. De fait, avec les récentes annonces de tarifs à l'import américains généralisées avec un chiffre moyen entre 16% et 22% (selon si les tarifs vont être cumulatifs ou non et le résultat des tarifs sur le Mexique et le Canada) ont incité à la prudence les consommateurs quant à leurs dépenses et les entreprises quant à l'investissement et l'adaptation de leur installation de production locale.

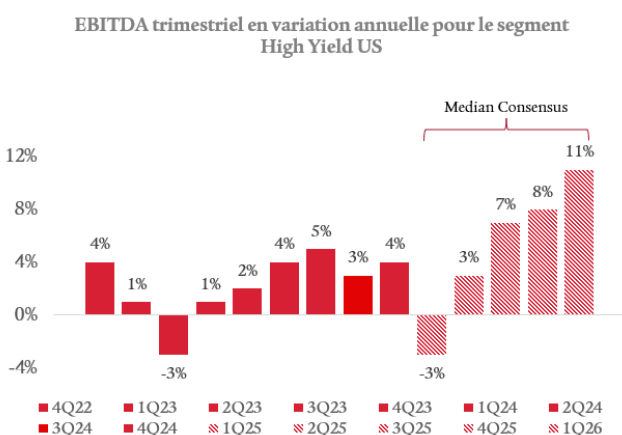
Néanmoins, pour l'instant le consensus reste toujours constructif sur la deuxième moitié de l'année avec une reprise significative attendue au deuxième semestre, menée par les matériaux (+18% EBITDA y/y attendu au Q4) et la technologie (+11% au Q4 y/y) mais ceci semble en partie basé sur l'espoir que Trump sera attentif à éviter une trop forte correction des marchés financiers, le « Trump put ».

De plus, il y a également un consensus sur le fait que la Fed interviendra pour établir le « Fed Put » au plus tard lors de la réunion de juin, celle-ci se trouve dans une situation délicate, la politique monétaire étant jugée peu efficace pour remédier à la stagflation.

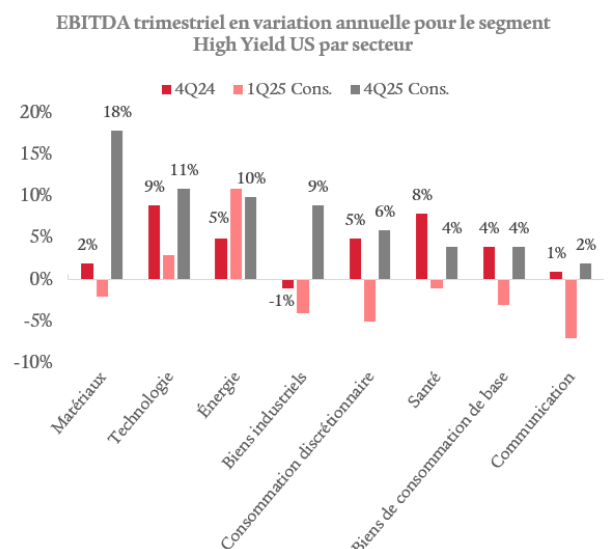
La prudence reste donc de mise aussi bien dans le choix des secteurs à investir. Certains secteurs ont déjà fortement anticipé les pressions venant de la politique Trump et pourraient redevenir intéressants. Ainsi en YTD les secteurs du transport (-0,1%), de la vente au détail (0,7%), de la technologie (+0,09%) et les matières de bases sous-performent (+0,5%) leur indice (+0,91%) sur la base de guidance prudentes lors des derniers résultats (par exemple dans les cas de Delta Airlines dans les transports, Coty dans la vente au détail, ou encore Chemours dans les matières de base).

De l'autre côté de l'Atlantique, plusieurs secteurs européens sensibles aux droits de douane ont également commencé à intégrer une partie des mauvaises nouvelles. C'est le cas notamment des services (-0,7%), du consumer (+0,08%) et des automobiles (0,3%) vs l'indice (+0,6% YTD).

Le marché s'attend à un rebond significatif des bénéfices d'ici 2025 et jusqu'en 2026.



Le marché anticipe une croissance significative des bénéfices dans la plupart des secteurs, à l'exception de la communication.



Source : Bloomberg, S&P Capital IQ, Morgan Stanley Research – 25.03.2025

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'article 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 31/03/2025. « 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 : 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris

