



## Les indicateurs du marché obligataire (au 30/06/2025)

### Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
<b>Etats-Unis</b>	3,72%	3,80%	4,23%
Var 2025	-0,52	-0,58	-0,34
<b>Allemagne</b>	1,86%	2,17%	2,61%
Var 2025	-0,22	+0,02	+0,24
<b>France</b>	2,14%	2,69%	3,29%
Var 2025	-0,13	-0,03	+0,09
<b>Italie</b>	2,07%	2,70%	3,48%
Var 2025	-0,35	-0,17	-0,05

### Évolution des primes de risques



### Performance des indices

Indices Euro*	Var 2025
High Yield	2,42%
Obligations AT1	4,09%
Hybrides corporates	2,59%
Subordonnées financières	2,54%
Obligations d'entreprises	1,82%
Obligations Euro	0,89%
Obligations d'État	0,60%

\* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 30/06/2025

## Contexte de marché

### L'évolution des taux d'intérêt

Au cours du deuxième trimestre, nous avons observé une pentification des courbes de taux provoquée essentiellement par la baisse des taux courts.

Cette dernière fut généralisée durant le trimestre et a concerné aussi bien les taux américains, avec un taux à 2 ans passé de 3.88% à 3.72% (-16 bps), que les taux européens, avec un taux à 2 ans allemand passé de 2.04% à 1.85% (-19bps).

La trajectoire des taux courts européens a logiquement suivi celle des taux de la BCE qui a en effet décidé d'abaisser son taux directeur de 25 bps à deux reprises en avril et en juin portant le taux de dépôt à 2%. Mais le message de la BCE laisse penser que l'institution est désormais en pause dans son cycle de baisse des taux, le temps pour elle d'analyser les conséquences des droits de douane américains sur la croissance et les prix au sein de la zone euro. La prochaine baisse des taux ne devrait intervenir qu'au cours du quatrième trimestre selon les investisseurs, une date qui pourrait selon nous être avancée en cas de ralentissement de l'activité. Depuis l'annonce de la BCE, les taux à 2 ans ont cessé de baisser.

Aux Etats-Unis, les taux courts ont baissé par l'anticipation d'une FED plus accommodante à partir de la rentrée. L'activité américaine ralentit en effet modestement et les statistiques d'inflation depuis l'entrée en vigueur des droits de douane n'indiquent pas d'augmentation significative des prix. Si cette tendance venait à être confirmée, la FED pourrait mettre fin à des mois d'attentisme entre le mois de septembre et d'octobre prochains et reprendre son cycle de baisse des taux interrompu en décembre dernier.

Du côté des taux longs, la volatilité a perduré durant le trimestre. Après l'annonce du « liberation day » le taux à 10 ans allemand a fortement baissé (-24bps) pour remonter de +25bps durant le mois de mai pour finalement baisser à nouveau au cours du mois de juin et finir la période à 2.60% (-8 bps sur le trimestre). La relative stabilité des taux américains sur la période (+2bps à 4.23%) masque elle aussi une forte volatilité durant le trimestre où les taux américains ont atteint 4.6%.

Dans ce contexte, quid du second semestre pour les taux d'intérêt longs?

Le passage de la « big beautiful bill » de D. Trump a rappelé aux investisseurs que la dette américaine augmenterait significativement dans les années à venir. Et l'Allemagne s'y met aussi à travers son plan de relance qui verra le pays augmenter ses émissions de dette d'ici la fin d'année. Les taux longs devraient donc progresser régulièrement au cours du second semestre d'autant que des tensions brèves mais intenses sont apparues sur les taux de quelques pays, Japon et Royaume-Uni en tête, preuve que la maîtrise de la dette des Etats reste un sujet d'inquiétude majeur pour les investisseurs.

### Le marché du crédit

Le marché du crédit a certes connu une forte augmentation des spreads le jour du liberation day (+103 bps sur le Xover et + 35 bps sur le Main), ces derniers se sont rapidement resserrés à partir du moment où D. Trump a fait machine arrière et n'ont quasiment jamais cessé de le faire jusqu'à la fin du trimestre où le Xover termine à 284 bps et le Main à 54 bps.

Les investisseurs obligataires ont profité de cette fenêtre de tir pour racheter du papier sur le marché et ont participé activement aux émissions primaires quand le marché s'est rouvert. Car le marché du crédit européen reste porté par des fondamentaux solides entre santé financière des entreprises assainie depuis la crise du Covid, des taux d'emprunts bancaires de plus en plus faibles en zone euro, une activité modeste mais résiliente et la baisse de l'inflation qui permet de maintenir les marges des entreprises à un niveau satisfaisant.

Les performances, bien que très disparates, sont toutes positives au cours du trimestre. Les AT1 confirment leur bonne performance du premier trimestre en enregistrant une progression supérieure à 4% et bénéficient toujours autant de la santé retrouvée du secteur bancaire porté par un environnement de taux et de marché favorable. Les dettes hybrides d'entreprises font légèrement mieux que le haut rendement avec une progression de 2,5%. Ces deux segments, qui ont nos faveurs depuis de longs mois, confirment leur attrait dans nos allocations obligataires. Le haut rendement d'entreprises progresse de 2,4%. Sur ce segment nous sommes actuellement neutres compte tenu de la faiblesse des spreads.