

## RÉTROSPECTIVE

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

	Niveau	1 mois	Depuis le début de l'année
<b>ACTIONS</b>			
S&P500 ( <i>Etats-Unis, USD</i> )	5569	-0,68%	-4,93%
MSCI World ( <i>Global, USD</i> )	3656	+0,93%	-0,76%
Euro Stoxx 50 ( <i>Zone Euro, EUR</i> )	5160	-1,06%	+6,53%
CAC40 ( <i>France, EUR</i> )	7594	-1,99%	+3,69%
SSE Composite Index ( <i>Chine, CNY<sup>1</sup></i> )	3279	-1,61%	-1,77%
<b>CRÉDIT &amp; TAUX</b>			
IG européen (ER00 <sup>®</sup> )	310	+0,91%	+1,07%
IG américain (COA0 <sup>®</sup> )	3406	-0,02%	+2,34%
High Yield européen (HECO <sup>®</sup> )	366	+0,29%	+0,94%
High Yield américain (HOA0 <sup>®</sup> )	1737	-	+0,95%
10-ans allemand	2,44%	-29 pb	+8 pb
10-ans français	3,17%	-29 pb	-3 pb
10-ans américain	4,16%	-4 pb	-41 pb
<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>			
Pétrole (WTI)	58,2	-18,56%	-18,84%
Or (€/once) <sup>2</sup>	2912,3	+0,73%	+14,83%



- Les marchés actions ont fortement reculé en début de mois en raison des tensions commerciales, avant de recouper une partie de leurs pertes suite à l'adoption d'un ton plus conciliant par Washington et à la suspension de 90 jours des mesures tarifaires avec certains pays.



- Alors que les investisseurs remettaient en question le statut des Treasuries américains, les obligations souveraines européennes ont enregistré des performances jugées solides au cours du mois.

- Dans ce contexte de baisse de taux, les marchés obligataires européens ont progressé.

- Alors que les investisseurs intégraient un ralentissement de la croissance mondiale et un net repli du commerce international, les prix du pétrole ont fortement chuté en avril.

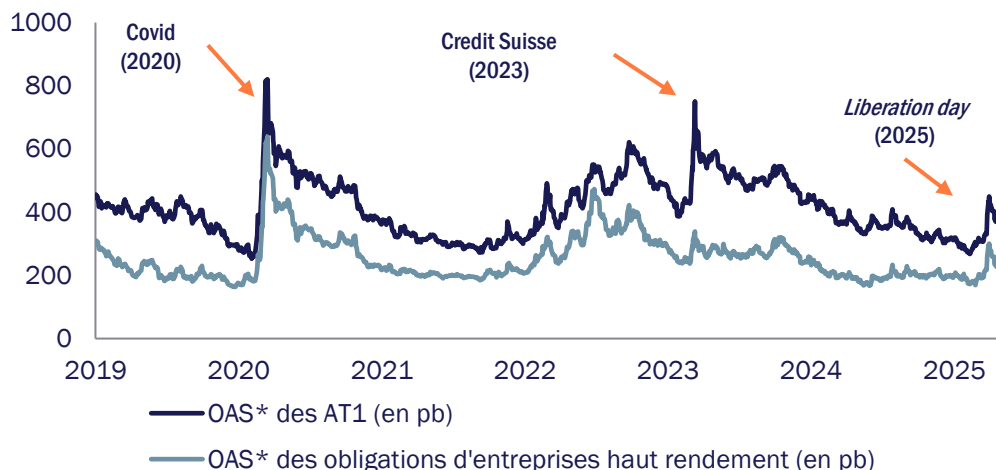
- Inversement, l'or a conservé son statut d'actif refuge et a prolongé ses gains sur la période, avec une performance depuis le début de l'année atteignant +14,84 %.

Source : Bloomberg, données au 30/04/2025. Performances calculées dividendes réinvestis (*Total Return*).

(1) EUR : Euro ; USD : Dollar américain ; CNY : Renminbi ; Pb : points de base (basis points). (2) Basé sur le taux de change à la clôture du marché de Londres (L160).

## GRAPHIQUE DU MOIS

ADDITIONAL TIER 1 (AT1) – RESILIENCE MARQUÉE DU SEGMENT DURANT LA CORRECTION DU MOIS D'AVRIL



Le récent épisode de volatilité s'est avéré moins prononcé pour les AT1, tant par rapport aux périodes précédentes qu'en comparaison avec le comportement observé sur les obligations d'entreprises.

Source : Bloomberg, Tikehau Investment Management, au 02/05/2025. Indice AT1 : Bloomberg European Banks CoCo Tier 1, Indice High Yield : ICE BofA BB Euro High Yield Non-Financial Constrained Index. \*Option Adjusted Spread : écart de rendement entre une obligation avec option (comme un *callable bond*) et un actif sans risque, ajusté pour tenir compte de la valeur de l'option incorporée. Il reflète le *spread* réel lié au risque de crédit et de liquidité, en excluant l'effet des options.

## À LA LOUPE 🔍

### AT1 – UN SEGMENT JUGÉ DE QUALITÉ AU SEIN DU CREDIT EUROPÉEN

Avril a été un mois particulièrement agité sur les marchés financiers, marqué par l'annonce de droits de douane réciproques aux États-Unis, déclenchant une forte correction à l'échelle mondiale. L'indice de volatilité VIX a atteint un pic de 52 le 10 avril<sup>1</sup>, un niveau rarement observé, comparable aux pics de stress lors de la crise financière de 2008 ou du début de la pandémie de Covid-19.

**Malgré ce contexte volatil, le crédit européen s'est globalement montré résilient. Les titres AT1 ont notamment bien résisté, malgré leur sensibilité structurellement plus élevée aux mouvements de marché :**

	Écartement des primes de risques AT1	Différentiel de primes vs. <i>Corporates High Yield</i>
Liberation Day (avril 2025)	+120 bps	+150 bps
Credit Suisse (mars 2023)	+270 bps	+410 bps
Guerre en Ukraine (Février 2022)	+160 bps	+170 bps
Covid-19 (Février 2020)	+450 bps	+200 bps

Source : Tikehau Investment Management, Bloomberg, au 02/05/2025.

**Cette résilience s'explique selon nous par des fondamentaux bancaires particulièrement solides :**

- À la date du présent document, la majorité des banques de notre univers a publié des résultats pour le premier trimestre, qui se révèlent globalement très positifs et rassurants, malgré un contexte incertain. Les revenus restent solides, les coûts sont bien maîtrisés, et les provisions sont limitées, l'environnement micro étant favorable. Par ailleurs, la résilience des portefeuilles de prêts, mise à l'épreuve par la crise Covid, les crises géopolitiques et les incertitudes économiques, se confirme. En parallèle, la rentabilité demeure élevée (retour sur capital moyen d'environ 14,5 %<sup>2</sup>), soutenant une capitalisation robuste sur le secteur. Dans ce cadre, les objectifs 2025-2026 ont été maintenus.
- Les risques liés aux nouveaux droits de douane nous semblent actuellement limités dans le secteur, expliquant sa performance relative récente. A l'inverse, le secteur bancaire était au cœur des inquiétudes en mars 2023. Une légère augmentation des provisions pourrait survenir en cas de dégradation majeure de l'environnement économique, certaines banques ayant déjà anticipé cette éventualité de manière prudente. Cependant, cela n'affecterait que marginalement leur profil crédit selon nous, alors qu'une baisse des profits pourrait réduire les distributions aux actionnaires.
- Par ailleurs, les programmes d'investissement européens, comme les plans allemands pour la défense et l'infrastructure, pourraient soutenir l'économie et, par conséquent, le secteur bancaire à moyen terme.

**De plus, le segment des obligations subordonnées financières et notamment AT1, continue de bénéficier de supports techniques favorables selon nous :**

- Le rendement total des obligations AT1 reste attractif selon nous, avec un rendement moyen autour de 6,8 %<sup>3</sup>. Depuis 2023, les nouvelles émissions affichent des coupons fixes élevés, en partie grâce à la composante taux, offrant ainsi des opportunités de portage intéressantes pour les investisseurs. Comparativement, ce segment propose un rendement moyen supérieur de 2,2 points à celui des obligations d'entreprises de notations similaires.
- Le marché AT1 européen est mature, avec environ 200 milliards d'euros d'obligations existantes<sup>4</sup>, proche de sa taille finale. Nous prévoyons en ce sens un volume limité de nouvelles émissions nettes (différence entre les nouvelles émissions et les remboursements), ce qui devrait soutenir les titres existants dans un contexte de demande croissante.
- Enfin, ce segment de marché a beaucoup évolué depuis la création de l'instrument en 2013. L'environnement réglementaire est désormais plus stable (les perspectives de modifications majeures des prospectus AT1 nous semblent limitées), un historique de plus de dix ans est disponible, incluant des événements importants comme le Covid, l'invasion de l'Ukraine et le rachat de Credit Suisse. Les courbes d'émissions sont bien fournies en termes de durations, notations, géographies, etc., et les émissions sont liquides, avec une taille moyenne d'environ 1 milliard d'euros<sup>5</sup>. Ces évolutions ont permis un changement dans la base d'investisseurs, désormais plus mature, mieux informée et diversifiée (fonds *short duration*, datés, *high yield*, flexibles), bien au-delà des fonds dédiés.

Ainsi, le segment AT1 bénéficie dans l'ensemble d'un positionnement équilibré entre un rendement jugé que nous jugeons attractif, une stabilité structurelle accrue, et des fondamentaux bancaires solides selon nous.

(1) Bloomberg, Tikehau Investment Management, au 30/04/2025, (2) Publications des entreprises, Tikehau Investment Management, au premier trimestre 2025, (3) Bloomberg, au 30/04/2025, (4) Bloomberg, Tikehau Investment Management, au 30/04/2025, (5) Bloomberg, Tikehau Investment Management, au 30/04/2025, (6) Bloomberg, au 02/05/2025. Tikehau Investment Management (« TIM ») au 30/04/2025. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de TIM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ces informations n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de TIM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles, notamment pour prendre une décision d'investissement. Bien qu'ayant affiché des performances positives, les instruments AT1 contiennent un risque de crédit élevé, les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

# 200€ Mds

Encours totaux des AT1 en Europe<sup>4</sup>, un marché mature.

# 85 points de base

Resserrement des primes de risque entre le point le plus haut du 9 avril et le 2 mai<sup>6</sup>.



*Au cours de la dernière décennie, les banques européennes sont devenues nettement plus solides. Grâce à un cadre réglementaire rigoureux et à une supervision stricte, le secteur bancaire actuel est bien plus résilient qu'il ne l'était il y a dix ans. Cela se reflète par des coussins de capital et de liquidité plus élevés, une gestion des risques améliorée et une meilleure gouvernance.*

*Discours d'ouverture à la conférence Morgan Stanley sur les institutions financières européennes (19 mars 2025)*



**Frank Elderson**

Membre du directoire et vice-président du conseil de surveillance de la BCE

**AVERTISSEMENT** : Cette publication se veut un instrument de marketing et ne satisfait pas aux exigences légales concernant l'impartialité d'une analyse financière, et les instruments financiers concernés ne font l'objet d'aucune interdiction de négociation avant la publication de cette présentation. Ce document est établi par TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT SAS. Ce document est **réservé aux clients professionnels** et est fourni à titre confidentiel. Tout produit d'investissement mentionné dans ce document n'est accessible qu'à ces clients.

La communication de tout document ou information concernant les fonds d'investissement gérés par Tikehau Investment Management et/ou ses filiales ("**Tikehau Capital**") peut être limitée ou restreinte dans certains Etats ou juridictions. Il n'est pas envisagé que le présent document soit communiqué ou puisse être utilisé par toute personne ou entité, quelle que soit sa localisation, dans une juridiction ou un Etat où une telle communication ou un tel usage serait contraire à la réglementation applicable dans cet Etat ou cette juridiction. **Ce document est destiné à des fins de discussion uniquement.**

Ce document et son contenu ne doivent pas être reproduits ni utilisés, en tout ou en partie, ni divulgués par ses destinataires à une tierce personne autre qu'un conseil juridique, financier ou fiscal, sans le consentement écrit préalable de Tikehau Capital. Ces personnes seront soumises aux mêmes obligations de confidentialité prévues dans ce document.

Le présent document ne constitue pas un conseil sur des questions juridiques, fiscales ou d'investissement. Les destinataires doivent donc se fier à leur propre examen de ces questions ou demander conseil. Avant d'effectuer tout investissement (nouveau ou continu), veuillez consulter un conseiller professionnel et/ou un conseiller en investissement.

La responsabilité de Tikehau Capital ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ce document.

Les informations contenues dans le présent document sont fournies exclusivement à titre d'information, et ne constituent pas une offre de souscription ou une sollicitation d'acquiescer des titres, options, parts de fonds ou tout autres produits ou services, ou une recommandation de réaliser un investissement ou une transaction.

Les déclarations dans ce document sont émises à compter de la date de ce document, sauf indication contraire, et la transmission du document n'implique pas que les informations qui y sont contenues sont exactes à compter de toute date ultérieure. Toutefois les informations réunies dans ce document proviennent de sources dont Tikehau Capital a fait ses meilleurs efforts pour s'assurer de la fiabilité en tous ses aspects à compter de la date de ce document ; de fait, il n'existe aucun élément dont l'omission pourrait affecter l'exactitude d'une déclaration, qu'elle soit fondée sur des faits ou sur une opinion.

Certaines informations de nature économique ou de marché contenues dans ce document proviennent de sources publiées par des tiers. Alors que ces sources sont considérées comme fiables, ni Tikehau Capital, ni les membres de l'équipe de gestion ne peuvent être tenus responsables quant à l'exactitude de ces informations.

Toute déclaration contenue dans ce document et faite dans le cadre d'une opinion et/ou d'une croyance, ainsi que toute prévision, ou déclaration relative aux attentes, concernant des futurs événements ou de la performance potentielle d'un fonds, représente seulement la propre évaluation de Tikehau Capital, et son interprétation des informations disponibles à compter de la date du présent document. En raison de ces divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer considérablement de ceux reflétés dans ce document.

Aucune des informations contenues dans ce document n'a été déposée auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission, d'un administrateur de valeurs mobilières en vertu des lois sur les valeurs mobilières d'une juridiction américaine ou non américaine ou de toute autre autorité gouvernementale ou autoréglementée américaine ou non américaine. Aucune autorité gouvernementale ou autoréglementée de ce type ne se prononcera sur le bien-fondé ou l'adéquation des informations contenues dans le présent document. Ce document n'a fait l'objet d'aucune vérification ou approbation d'une autre autorité de tutelle.

Pour plus d'informations, veuillez contacter Tikehau Capital ou consulter <https://www.tikehaucapital.com/>.