



## 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.



## Notre positionnement

### Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Le deuxième trimestre a confirmé la tendance récente : volatilité des taux et résilience du crédit. Les spreads de crédit ont ainsi rapidement retracé après le « Liberation Day » et finissent le trimestre proches des plus bas de l'ère post-covid. Les performances des différents sous-segments s'affichent donc largement dans le vert. Les Cocos font ainsi la course en tête (+3,1% sur le T2 et +4,1% en YTD) suivies des segments à fort beta (High Yield, Hybrides corporates et subordonnées financières). Dans ce contexte, nous privilégions :

- de rester prudent sur la durée via une exposition à des **points de courbe intermédiaires**, afin de tenir compte des tensions contradictoires s'exerçant sur les taux longs. Nous intervenons néanmoins tactiquement sur la sensibilité via des futures de taux pour profiter de la forte volatilité ;
- un positionnement toujours marqué sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposé à des noms de bonne qualité. Plus spécifiquement sur les Cocos, nous préférons celles émises par les « champions nationaux » qui offrent un couple rendement/risque très attractif. A la suite du resserrement des spreads, nous avons néanmoins légèrement réduit le poids de cette poche et sa durée ;
- une approche **sélective mais aussi opportuniste sur le segment High Yield**. Comme sur les subordonnées, le niveau des spreads pousse à la prudence et nous avons ainsi écrémé quelques positions pour reconstituer des réserves de liquidités ;

Notre gamme s'est, de nouveau, très bien comportée sur le trimestre. Notre position longue sur les taux, qui nous avait pénalisés en mars, a permis d'absorber la correction du marché en avril. Nous avons également mis à profit nos liquidités pour nous renforcer à bons comptes dans cette période de stress.

## Focus sur VIRIDIEN

### Viridien

Viridien (ex-CGG) est un leader mondial de la fourniture de solutions d'imagerie sismique et de données géologiques. Depuis sa restructuration en 2018, le groupe s'est recentré sur un modèle « asset-light » organisé en 3 pôles : (i) Geoscience : traitement et interprétation de données sismiques (36% du CA, 50% de part de marché) ; (ii) Earth Data : base de données multi-clients monétisée via des licences à long terme (34% du CA, 20% de part de marché) ; (iii) Sensing & Monitoring : fabrication d'équipements sismiques (30% du CA, 50% de part de marché).

### Points forts

- Leader mondial avec des parts de marché dominantes
- Croissance rapide des activités « Beyond the Core »
- Amélioration de la structure de coûts
- Profil financier amélioré post refinancement

### Points faibles

- Dépendance au cycle pétrolier et volatilité des résultats
- Faible visibilité des revenus
- Historique de génération de FCF fragile bien qu'attendu en amélioration (moins de capex et fin de contrat avec Shearwater)

### Actualités

Début 2025, le groupe a émis quasiment 1 Md\$ d'obligations échéance 2030 afin de refinancer l'ensemble des dettes arrivant à maturité en 2027. Cette opération a permis de sécuriser le profil de liquidité du groupe et d'étendre significativement la maturité moyenne de sa dette. Elle vient ainsi clôturer la transition de Viridien vers un modèle « asset-light » initiée lors de sa restructuration en 2017. Dernière trace de cet ancien monde, la fin de l'accord de location exclusif de navires avec Shearwater (négocié lors de la vente de ses navires d'acquisition sismique à Shearwater en 2018) devrait permettre d'améliorer significativement les résultats du groupe (+50M\$ sur l'EBITDA). Preuve de ce renouveau, S&P et Moody's ont, toutes deux, relevé la notation du groupe à la suite de ce refinancement.

Sur le plan opérationnel, Viridien a publié des résultats solides au 1er trimestre 2025, avec un chiffre d'affaires en hausse de +10% sur un an, porté par la dynamique des activités Geoscience (+25%) et Earth Data (+7%). L'EBITDA s'élève à 143 M\$ (+35%), avec une marge de 47,5%. Le segment SMO (Sercel), bien qu'en transition, affiche une hausse de +37 % de son EBITDA grâce aux initiatives de réduction de coûts. Le FCF est ressorti en négatif, impacté notamment par le paiement anticipé de 42 M\$ d'intérêts liés au refinancement. Les objectifs ont néanmoins été confirmés par le management.

### Point sur les obligations

Les nouvelles obligations du groupe ont été très bien accueillies par le marché post-émission (+3 pts) avant d'être impactées par les annonces des droits de douane. Contrairement au reste du marché, elles ont sous-performé depuis et n'ont pas aussi vite rebondi.

### Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement
Viridien 8,5% 15/10/2030	100 (émission à 100)	B	8,50% à maturité