

# Newsletter

## High Yield

Juin 2026

Le mois de mai a été marqué par de fortes incertitudes entourant les discussions sur un éventuel protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, provoquant une importante volatilité des prix du pétrole (-19 % sur le mois, avec des variations de l'ordre de  $\pm 15$  %). Ce contexte a ravivé les craintes de stagflation, poussant les taux souverains à des niveaux inédits depuis plusieurs années. Malgré l'absence de signature, les anticipations d'une issue favorable ont néanmoins dominé, soutenant la performance des actifs risqués : les primes de risque se sont resserrées, le haut rendement en euros (HY€) a surperformé (+1,05 %) grâce à la détente des taux (-11 pb), tandis que le haut rendement en dollars (HY\$), en hausse de +0,34 %, est resté pénalisé par la remontée des taux (+14 pb).

## Faits marquants du mois

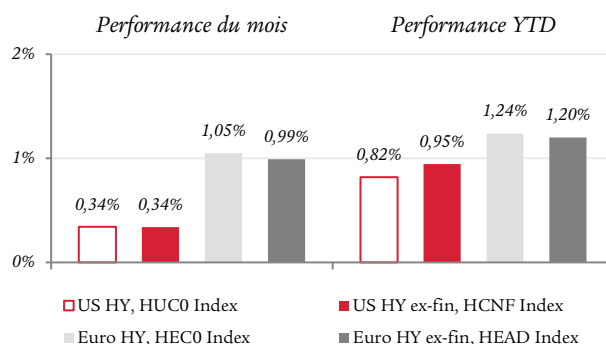
### Performances

Dans un environnement marqué par la volatilité du pétrole et des craintes de stagflation, les marchés High Yield progressent en mai. Cette performance est soutenue par un resserrement des primes de risque (-12 bps sur le HY Euro, -11 bps sur le HY US), tandis que l'effet taux diverge avec une baisse en Europe (-11 bps sur le 5 ans Allemand) et une hausse aux États-Unis (+14 bps sur le 5 ans US). Dans ce contexte, le HY Euro surperforme à +1,05 % alors que le HY US progresse plus modestement de +0,48 %, pénalisé par la remontée des taux.

### Segments de notation

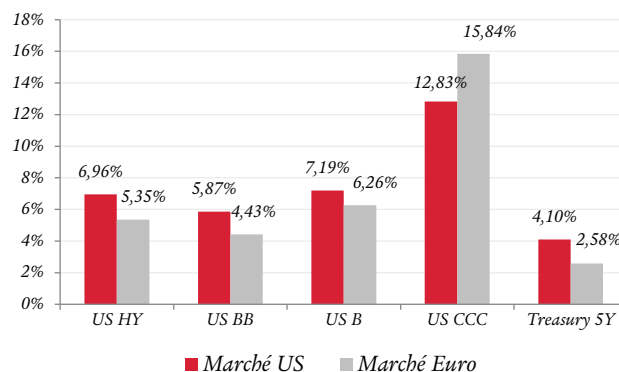
Le mois se caractérise par une compression des *spreads*, surtout en Europe sur les segments les plus risqués. Le segment BB affiche une performance de +1,02 % (-10 bps), contre +0,92 % pour le B (-15 bps) et +2,18 % pour le CCC (-34 bps). Aux États-Unis, les performances sont plus homogènes : BB à +0,52 % (-13 bps), B à +0,67 % (-14 bps), tandis que le CCC sous-performe légèrement (+0,29 %) avec un *spread* qui s'écarte de +5 bps.

### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers - 29.05.2026

### YIELD TO WORST\*



Source : Swiss Life Asset Managers - 29.05.2026

**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.

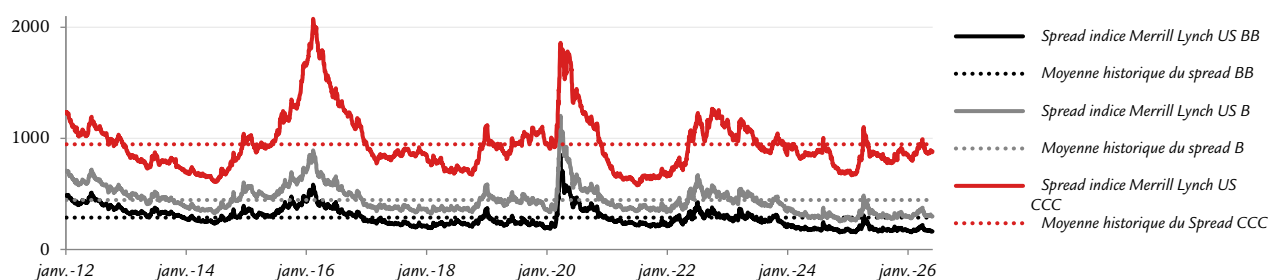
## Secteurs

La dynamique sectorielle reflète un biais pro-cyclique couplée à une compression des primes. En Europe, l'Industrie de base (+1,88 %), la Technologie (+1,51 %) et les Transports (+1,41 %) surperforment, tandis que les Services aux collectivités (+0,70 %) et la Consommation non cyclique (+0,85 %) restent en retrait. Aux États-Unis, la Technologie (+1,99 %), les Loisirs (+0,96 %) et les Conteneurs (+1,03 %) se distinguent, alors que la Consommation (-0,13%), l'Alimentaire (-0,45 %) et le Cable & Satellite TV (-2,00 %) sont pénalisés par un écartement des *spreads*.

## Marché primaire

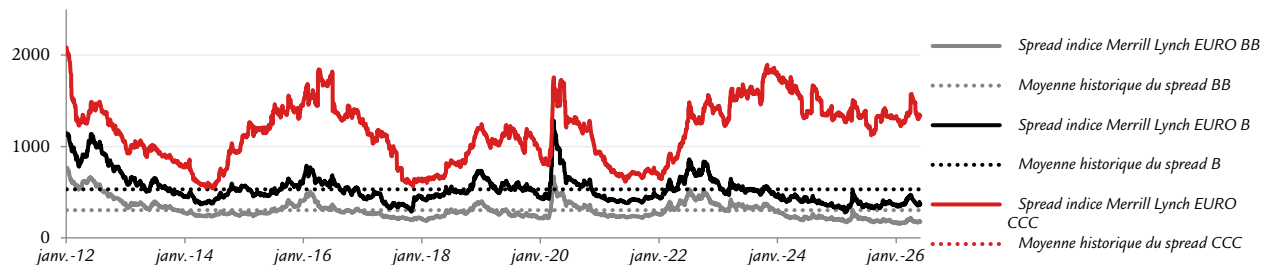
Le primaire sur le HY€ a vu son plus gros volume mensuel en mai avec 16,4Md€ d'émissions (12,6Md€ en avril). Les émissions se sont principalement concentrées sur le BB pour 9,2Md€ mais également 6,9Md€ de B. Le marché est soutenu par une forte dynamique sur les obligations hybrides qui constituent 30% d'offre YTD. Le marché primaire HY\$ a ralenti en mai, avec 26,6 Mds \$ émis, contre 38,0 Mds \$ le mois précédent. Les émissions sont restées orientées vers les émetteurs de meilleure qualité, les refinancements représentant l'essentiel des volumes, dans un contexte de mur de maturités à venir (les échéances HY à moins de deux ans, à 10 %, atteignent un niveau record).

### ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



Source: Swiss Life Asset Managers – 29.05.2026

### ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Source : Swiss Life Asset Managers – 29.05.2026

## Taux de défaut et évolution du gisement

Le taux de défaut sur le marché du HY€ est resté stable à 1,2% en mai et sensiblement inférieur à la moyenne historique depuis 2005 (2,4%). Aux États-Unis, le taux de défaut est également stable à 1,9% (3,4% de moyenne depuis 2005). Les inquiétudes persistent sur les taux de recouvrement, en baisse continue depuis octobre 2025. En mai ce taux recule à 29 % (vs ~55 % mi-2025) sur la dette senior non sécurisée tandis que le taux de recouvrement HY global tombe à 41 % (-20 pts). Cette tendance s'explique par la prédominance de défauts dans des secteurs peu capitalistiques, comme les logiciels et services.

Aux US, RealTruck Group, une entreprise spécialisée dans la vente au détail de pièces et d'accessoires automobiles a fait un échange 'distressed' sur 514m \$. De même ACProducts Holdings, fournisseurs de produits et des services pour l'aéronautique a échangé pour 498m \$ de dette.

Concernant les Rising Stars / Fallen Angels pas de nouveaux entrants sur ces catégories. Sur le HY\$, les obligations du spécialiste de cybersécurité CrowdStrike (750Md \$) ont été relevées en catégorie Investment Grade ainsi que les obligations du fabricant de mémoire flash (NAND) Kioxia (~2,2Md \$). Pas Fallen Angel aux États-Unis ce mois-ci.

**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

*« Le marché primaire nous a permis de diversifier nos portefeuilles et de bénéficier d'un momentum favorable »*

**Édouard Faure**

Responsable de la gestion Crédit

### 1. Stratégie High Yield

Les tensions géopolitiques persistantes au Moyen-Orient ont continué à dicter l'évolution des marchés en mai avec un regain de volatilité sur les prix du baril de pétrole (-19% sur le mois avec des mouvements de +/-15%) qui aura été alimenté successivement par des espoirs, puis des craintes avant un retour des espoirs d'une forme de résolution du blocage du détroit d'Ormuz. L'incertitude accrue autour des négociations au milieu du mois a propulsé le baril de Brent jusqu'à 113 \$, contribuant à une nette correction des taux, avec des rendements souverains atteignant des plus hauts de plusieurs années, les marchés intégrant un scénario d'inflation plus persistante qui conduirait à un risque de stagflation.

Les données macros américaines auront contribué à alimenter les craintes de stagflation, à commencer par la solidité du marché de l'emploi (payrolls >100k sur deux mois) qui combinée à des données d'inflation au-dessus des attentes (+3,7% sur un an) auront créé un terreau favorable à un choc sur les taux en milieu de mois alors que les tensions persistantes sur la réouverture du détroit d'Ormuz avaient atteint leur paroxysme. En effet, les investisseurs anticipaient dès lors un scénario de pétrole durablement élevé pour le restant de l'année, renforçant le narratif de "higher for longer". Puis, le reflux du pétrole en fin de période sur fond d'espoirs d'un protocole d'accord entre les Etats-Unis et l'Iran, a toutefois permis de détendre ces anticipations inflationnistes et de stabiliser les marchés. Dans ce contexte, il est ressorti des Minutes de la Fed qu'une majorité de responsables ont averti qu'ils devraient probablement envisager de relever les taux si l'inflation demeurerait durablement supérieure à 2%. Nombreux sont ceux qui ont appelé à abandonner purement et simplement le biais « accommodant ». De son côté, la BCE a convergé vers une hausse en juin, le débat portant sur son ampleur et sur la nécessité de poursuivre le resserrement par la suite.

Malgré la volatilité, le sentiment de marché s'est retourné en fin de mois, et en l'absence de signature d'un quelconque accord, les espoirs de résolution ont prévalu et ont permis aux actifs risqués de bien performer. Le rebond initié en avril s'est ainsi poursuivi : le S&P 500 progresse de +5,26% (en devise locale), inscrivant un nouveau plus haut historique à 7580 points, tandis que le Stoxx Europe 600 affiche également une hausse solide de +3,20%. Dans cet environnement, le High Yield a délivré une performance solide soutenue par la compression des primes de risque (-12 pb HY€, -11 pb HY\$). La surperformance de l'Europe (+1,05%) par rapport au marché américain (+0,48% en \$) aura été soutenue par la forte détente sur les taux (-11 bp sur le 5 ans allemand), malgré l'extrême tension observée en milieu de mois, alors que les taux ont pénalisé le marché US (+14 pb sur le 5 ans US).

La remontée des taux souverains depuis le début de l'année continue de soutenir le niveau de rendement global de la classe d'actifs, malgré le resserrement des primes de risque. Nous estimons que l'environnement actuel reste favorable à une stratégie de portage. Nous avons ainsi profité du marché primaire et d'opportunités sur le marché secondaire pour poursuivre la diversification des portefeuilles de nos fonds à échéance. Concernant les fonds ouverts, nous avons également participé aux nouvelles émissions et avons légèrement resensibilisé le risque crédit au cours du mois pour bénéficier du fort Momentum de marché, conservé une exposition longue à la duration afin de bénéficier de niveaux de taux toujours élevés.

## 2. Les obligations hybrides : une classe d'actifs en expansion et à un point d'inflexion structurel ?

Les obligations hybrides se sont progressivement imposées comme une composante essentielle des marchés de crédit. Longtemps considérées comme un segment technique, relativement confidentiel et largement dominé par quelques émetteurs européens, elles connaissent une phase d'expansion rapide et de transformation structurelle.

Marché historiquement concentré sur des secteurs à forte intensité en capital, tels que les télécommunications, les utilities ou l'énergie, où les besoins d'investissement importants nécessitent de préserver les ratios de crédit, il a trouvé un usage naturel auprès de ces émetteurs. À la croisée entre dette et fonds propres, ces instruments offrent aux investisseurs un rendement supérieur à la dette senior tout en reposant sur des signatures souvent solides. Pour les émetteurs, ils constituent un outil efficace de gestion du levier, permettant de financer ces besoins d'investissement élevés sans dilution.

Après une première phase dominée par l'Europe, le marché a connu une accélération notable aux États-Unis depuis 2024. Aujourd'hui, une évolution plus fine des structures, illustrée par les émissions récentes en dollar de Verizon en mai 2026, pourrait marquer un second point d'inflexion.

### Un instrument hybride structuré autour du call

Les obligations hybrides sont juridiquement des instruments de dette, mais leur structure leur confère un traitement partiellement assimilé à des fonds propres. Elles se caractérisent par des maturités longues, souvent proches du perpétuel, des options de *call* à horizon intermédiaire (généralement entre 5 et 10 ans), et la possibilité pour l'émetteur de différer les coupons.

Leur fonctionnement repose largement sur leur comportement au moment du *call*. Si l'obligation n'est pas remboursée à la première date de *call*, le coupon est réinitialisé sur une base flottante, à laquelle s'ajoute un mécanisme de *step-up* progressif. En parallèle, l'instrument peut perdre son *equity content* auprès des agences de notation.

Cette combinaison de hausse du coût de financement et de dégradation du traitement en capital crée une incitation économique forte au remboursement, donnant naissance à une « maturité économique » autour de la première date de *call*.

### Un marché historiquement européen, puis un tournant américain en 2024

Le marché des hybrides a longtemps été dominé par l'Europe, pour des raisons à la fois comptables, réglementaires et liées aux agences de notation.

Les normes IFRS permettent généralement un traitement hybride de type moitié dette et moitié fonds propres, tandis que les normes US GAAP classent davantage ces instruments en dette. Les autorités américaines, tant réglementaires que fiscales, ont également longtemps été prudentes vis-à-vis de ces structures, notamment en raison de la possibilité de différer les coupons. Les agences de notation ont renforcé cette divergence. Les hybrides européennes bénéficiaient généralement d'un *equity content* d'environ 50%, contre environ 25% pour les structures américaines, jugées moins robustes (*calls* plus courts, maturités moins longues, *step-ups* jugés trop réhibitifs). Dans ce contexte, les émetteurs américains privilégiaient les *preferred shares*, pleinement reconnues comme *equity* mais moins efficaces d'un point de vue économique.

Le tournant intervient en 2024, lorsque Moody's aligne sa méthodologie sur celles de S&P et Fitch. Les hybrides américaines comparables aux standards européens peuvent dès lors bénéficier d'un *equity content* de 50%, ce qui change profondément leur attrait pour les émetteurs et relance le développement du marché en dollar. Ce changement se traduit directement dans la croissance des indices. Sur les dix dernières années, la valeur nominale de l'indice ICE BofA Global Hybrid Non Financial Corporate est passée d'environ 75 milliards de dollars à près de 200 milliards aujourd'hui. Dans le même temps, l'indice ICE BofA Global Hybrid Non Financial High Yield a connu une progression

tout aussi marquée, passant d'environ 35 milliards à plus de 130 milliards. Dans les deux cas, la dynamique s'est nettement accélérée à partir du début de l'année 2025. Cette évolution a donc logiquement entraîné un rééquilibrage géographique du marché. Le segment en dollar, jusque-là marginal avec une part d'environ 10% il y a encore cinq ans, s'est fortement développé sous l'effet de ce changement de méthodologie pour représenter désormais près de 40% des encours. L'euro reste majoritaire, mais la classe d'actifs a désormais une dimension véritablement globale.

## **Verizon et l'émergence d'un nouveau standard : du floor au step up**

Malgré cette croissance, une différence majeure persiste entre les marchés américain et européen : la gestion du risque d'extension.

Les structures américaines récentes reposaient historiquement sur des mécanismes de coupon *floors*, qui garantissaient un niveau minimal de rémunération en cas de *non-call*. Ces structures augmentaient la probabilité de *call*, mais ne supprimaient pas totalement le risque d'extension, notamment parce que la perte d'*equity content* intervenait tardivement, souvent plusieurs années après la première date de *call*, lorsque l'instrument se rapprochait davantage de sa maturité effective que de son *call* initial.

C'est précisément sur ce point que l'innovation récente de Verizon est déterminante. Acteur majeur des télécommunications, un secteur fortement capitalistique nécessitant des investissements massifs et récurrents dans les réseaux, Verizon a largement recours aux hybrides afin de financer sa croissance tout en préservant ses ratios de crédit. Après une série d'émissions en différentes devises (4,5 milliards d'euros, 1,6 milliard de livres sterling et 1,3 milliard de dollars australiens) sur les six mois précédents, Verizon a réalisé en mai 2026 sa première émission hybride en dollar, pour un montant de 4 milliards, un record sur ce segment.

Cette opération comprend deux tranches, dont une structure plus classique. La véritable innovation réside toutefois dans la seconde : la tranche 32NC7 (maturité 2058, *call* en 2033) constitue la première structure aux États-Unis à intégrer des mécanismes de *step-up* pleinement alignés avec les standards européens. Elle prévoit un *step-up* de +25 bps cinq ans après la première date de *call*, puis de +75 bps vingt ans après celle-ci, soit un ajustement cumulé de 100 bps. Ce point est fondamental. Cette structure entraîne une perte d'*equity content* dès la première date de *call*, ce qui modifie en profondeur l'arbitrage économique de l'émetteur. En pratique, cela signifie que, tant que l'émetteur reste Investment Grade, l'incitation est désormais clairement orientée en faveur du remboursement et du refinancement à la première date de *call*.

La différence avec les structures précédentes est majeure : là où les coupons *floors* visaient à compenser le risque d'extension en garantissant une rémunération minimale, les *step-ups* introduits par Verizon agissent directement sur les incitations économiques et réduisent fortement la probabilité même d'une extension.

## **Vers un marché global harmonisé ?**

Cette évolution marque une étape importante dans la maturation du marché des hybrides. En rapprochant les structures américaines des standards européens, elle améliore la prévisibilité du comportement de *call* et facilite la lecture du produit pour les investisseurs. La duration effective devient plus lisible et la prime de subordination peut être analysée dans un cadre plus homogène à l'échelle globale.

Plus largement, cette convergence pourrait favoriser l'élargissement de la base d'investisseurs, en particulier en permettant une participation plus forte des investisseurs européens au marché en dollar, et contribuer à une standardisation progressive de la classe d'actifs. Dans un environnement où les *spreads* sont plus comprimés, cette amélioration qualitative des structures constitue un élément clé. Elle ne se limite plus à mieux rémunérer le risque d'extension, mais contribue désormais à en réduire directement la probabilité, renforçant ainsi l'attractivité et la robustesse de la classe d'actifs.

# 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 2025, Swiss Life Asset Managers gère 309,6 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 156,5 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. Sur les 309,6 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 96,1 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 26,3 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 31 décembre 2025, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 122,4 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 2025 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 29/05/2026. « 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

