Document promotionnel
Investisseurs professionnels et non professionnels

Newsletter

High Yield

Novembre 2026

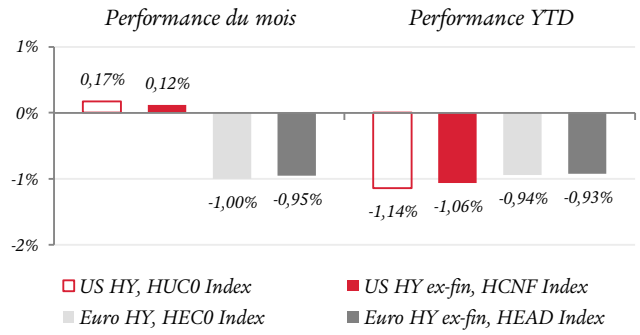
En octobre, les marchés évoluent de façon contrastée. Un mouvement de flight-to-quality sur fonds d'inquiétude liés aux dépenses d'investissement des hyperscalers pour le développement de l'IA, de tensions sur la dette souveraine française et de tensions géopolitiques qui ont conduit à une très forte détente des taux souverains aux Etats-Unis (-37 pb sur le 5 ans) comme en Allemagne (-23 pb). Cela s'est produit malgré la poursuite de l'ascension du pétrole (+14% sur le mois, +30% sur deux mois) et les tensions inflationnistes persistantes. Le HY Euro recule de 1,0 %, pénalisé par un écartement des spreads de 55 pb, tandis que le HY US (+0,29 % en local) est porté par la plus forte baisse des taux et un moindre écartement des spreads +29 pb. La décompression est marquée sur les segments les plus risqués : la prime B/BB en Europe retrouve des niveaux attractifs à 241 pb proche de 2022.

Faits marquants du mois

Performances

Les performances en octobre ont été contrastées : la forte hausse des primes de risque sur le marché Euro (+55 pb) ne permet pas de compenser la détente des taux souverains et conduit à signer une performance négative sur le mois (-1,00%), tandis que sur le marché US, la baisse des taux plus importante a permis de finir dans le vert (+0,29% en $, +0,17% couvert en €) malgré l'écartement des primes de risque (+29 pb).

PERFORMANCES DES MARCHÉS *HIGH YIELD*



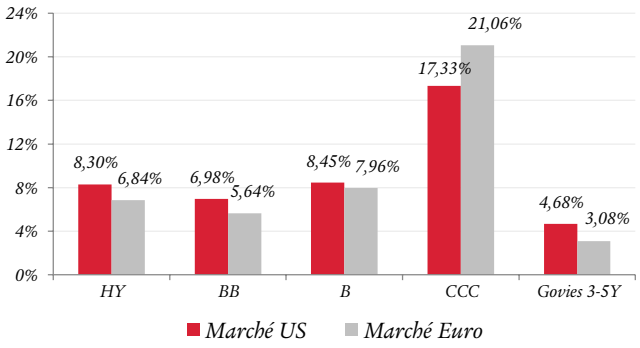
Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2026

Segments de notation

Les CCC ont souffert de l'aversion au risque avec une envolée des primes de risque de +358 pb en Europe (performance -6,97%) et +189 pb aux Etats-Unis (-3,49 % en $).

Le mouvement de *Flight-to-quality* se retrouve au sein du *High Yield* lui-même avec une nette surperformance des BB qui bénéficient également de leur sensibilité au taux plus élevée : en Europe les BB reculent de -0,34% (*spreads* +33 pb) tandis que les B perdent -1,85% (*spreads* +85 pb), aux Etats-Unis les BB gagnent +0,92% (*spreads* +12 pb) alors que les B perdent -0,07% en $ (*spreads* +37 pb).

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2026

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

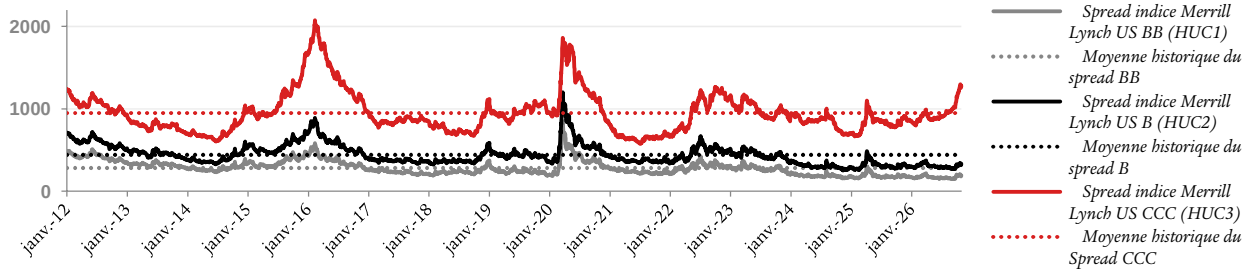
Par secteur sur le HY Euro, les Média (-4,5 %), les Télécommunications (-3,3 %) et l'Immobilier (-2,8 %) ont enregistré les plus mauvaises performances. À l'opposé, les Loisirs (-0,1 %), les Services aux collectivités (- 0,3%) et la Distribution (- 0,4%) ont relativement mieux résisté.
Aux États-Unis, les secteurs les plus pénalisés ont été les Télécommunications (-3,1 %), les Transports (-2,2 %) et les Médias (-1,4 %). En revanche, on observe une bonne performance dans les Services aux collectivités (+2,0 %), l'Énergie (+1,8 %) et la Distribution (+1,5 %).

Marché primaire

Le marché primaire *High Yield* a nettement ralenti avec l'écartement des primes de risque : 7,9Md€ d'émissions en Europe (-38% par rapport à septembre et -15% en glissement annuel) et seulement 14,6Mds$ aux Etats-Unis (-72% sur un mois et -1% en glissement annuel).

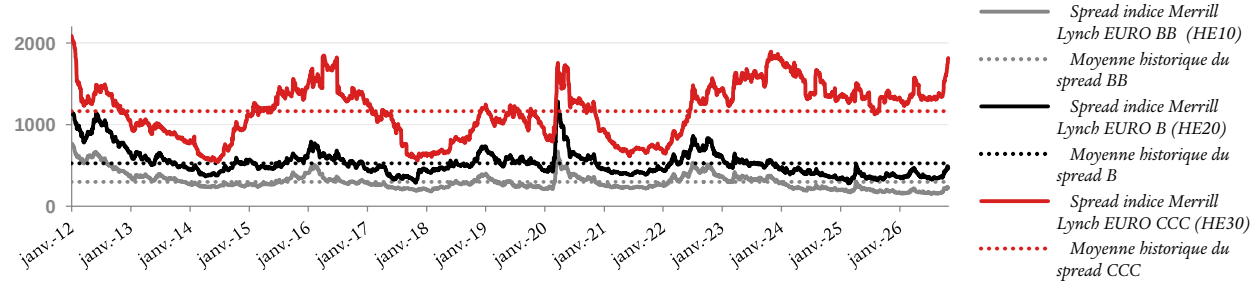
En Europe les émissions BB représentaient 77% de l'ensemble tandis qu'aux Etats-Unis les B représentaient 66%, aucun CCC n'a émis.

ÉVOLUTION DES *SPREADS* AUX ÉTATS-UNIS



Source: Swiss Life Asset Managers – 31.10.2026

ÉVOLUTION DES *SPREADS* EN EUROPE



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.10.2026

Taux de défaut et évolution du gisement

Sur le *High Yield* Euro, le taux de défaut a légèrement remonté de 10 pb sur le mois à 0,6%, un niveau historiquement bas qui est deux fois inférieur à sa moyenne des dix dernières années (1,2%). Sur les transitions entre *High Yield* et *Investment Grade*, nous ne notons aucun mouvement.

Sur le *High Yield* US, le taux de défaut a légèrement remonté de 10 pb sur le mois à 1,8%, avec la faillite de Getty Images (800 M$) et un échange *distressed* dans la Chimie (350 M$), le taux de défaut reste 60 pb inférieur à sa moyenne sur les dix dernières années (2,4%). Sur les transitions entre *High Yield* et *Investment Grade,* le loueur de matériel United Rentals est la *Rising Stars* du mois avec 8,4 Mds$. Enfin, du côté *Fallen Angels* n'est à décompter sur le mois.

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

« La prime entre le B et le BB retrouve ses niveaux de 2022 »

Édouard Faure
Responsable de la gestion Crédit

1. *Stratégie High Yield*

Au cours du mois d'octobre, les marchés ont connu des évolutions contrastées, tant entre les classes d'actifs qu'entre les différentes zones géographiques. Un mouvement de *flight-to-quality* sur fonds d'inquiétude liés aux dépenses d'investissement des *hyperscalers* pour le développement de l'IA, de tensions sur la dette souveraine française et de tensions géopolitiques, a conduit à une très forte détente des taux souverains plus marqué aux Etats-Unis où le 5 ans a ainsi reculé de 37 points de base, tandis que son équivalent en Allemagne s'est replié de 23 points de base. Ce mouvement est intervenu après plusieurs mois de forte remontée des rendements et malgré une nouvelle hausse des prix du pétrole (+14% sur le mois, +30% sur deux mois), restés au-dessus de 100 dollars le baril.
La situation de la dette française est quant à elle restée sous surveillance. L'écart entre l'OAT française à 10 ans et le Bund allemand a atteint un point haut de 175 points de base avant de se resserrer après la décision de Moody's de ne pas dégrader la notation de la France. Néanmoins, ce *spread* reste proche de ses plus hauts niveaux historiques, autour de 165 points de base. Les investisseurs continuent de suivre attentivement l'adoption du budget ainsi que les échéances politiques à venir. Cette défiance s'est également propagée au marché du crédit, pénalisant certaines signatures françaises.
Du côté des actifs risqués, le bilan est plus défavorable. Les marchés actions ont reculé aussi bien en Europe (-2,06 % pour l'Euro Stoxx 50) qu'aux États-Unis (-0,87 % pour le S&P 500 en devise locale). Sur le marché du High Yield, si la baisse des taux a constitué un soutien important, les tensions inflationnistes, la hausse des prix de l'énergie et les interrogations sur la rentabilité des investissements liés à l'intelligence artificielle ont continué de peser sur les segments les plus spéculatifs.
Le marché du High Yield a ainsi connu une évolution divergente entre les deux zones géographiques. En Europe, l'indice High Yield a enregistré une performance de -1,0 %, pénalisé par un net écartement des primes de risque. Celles-ci se sont élargies de 55 pb pour atteindre 355 pb. Aux États-Unis, le marché a fait preuve d'une meilleure résilience avec une performance positive de +0,29 % en devise locale, malgré un élargissement des *spreads* de 31 pb à 341 pb. La forte baisse des taux souverains a ainsi compensé une partie de la dégradation du sentiment de crédit.
Ces mouvements se sont accompagnés d'une décompression marquée du marché : les obligations les plus risquées, notamment les CCC, ont subi des écartements nettement supérieurs à ceux observés sur le segment BB. Cette dynamique a été similaire des deux côtés de l'Atlantique. L'écart de prime de risque entre le B et le BB devient attractif à 241 pb et revient sur les niveaux de 2022.
D'un point de vue sectoriel, les télécommunications ont de nouveau figuré parmi les secteurs les moins performants, tant en Europe qu'aux États-Unis, les investisseurs restants préoccupés par le niveau d'endettement de certains acteurs, l'intensité concurrentielle et les perspectives de croissance à long terme. En Europe, le secteur financier a également souffert, notamment sous l'effet de la faiblesse persistante de plusieurs émetteurs immobiliers fortement dépendants des conditions de refinancement.
À l'inverse, le secteur de l'énergie, soutenu par la hausse des prix des matières premières et des fondamentaux solides a bien résisté en Europe et aux Etats-Unis.
Avec l'élargissement important des primes de risque, le marché primaire a nettement ralenti sur le mois, -38 % en Europe et -72 % aux Etats-Unis. Les flux vers la classe d'actifs se sont stabilisés, soutenus par des niveaux de rendement toujours élevés.
Ce contexte de volatilité accrue et de dispersion croissante crée de nouvelles opportunités pour les gérants High Yield.
Nous avons notamment profité de ces niveaux de rendement pour renforcer certaines positions au sein de nos fonds à échéance.
Dans cet environnement, la sélection des émetteurs reste essentielle, avec une préférence pour les sociétés disposant de fondamentaux solides et d'une bonne visibilité sur leur refinancement.

2. CoreWeave : la correction des obligations reflète surtout une remise en cause du modèle « neo-cloud », pas une dégradation fondamentale

Dans un contexte où les investissements liés à l'intelligence artificielle continuent de croître à un rythme sans précédent, les marchés financiers s'interrogent de plus en plus sur la rentabilité économique des infrastructures nécessaires à cette expansion. Plus particulièrement, le marché a procédé pendant les deux derniers mois à une réévaluation du modèle économique des « *neo-clouds* » dont le plus grand *neo-cloud* côté, Coreweave. Ainsi le cours de l'action Coreweave a baissé de plus de 30 % et cela a été accompagné d'un élargissement des *spreads* des obligations *high yield* non sécurisées vers 900 à 1 150 points de base.
A contrario, les financements sécurisés de type Delayed Draw Term Loans n'ont pratiquement pas corrigé.
Les investisseurs continuent donc de reconnaître la valeur des actifs sous-jacents tout en exigeant une prime de risque beaucoup plus élevée sur les créances les plus subordonnées.

Créée en 2017 comme société de minage de cryptomonnaies avant de se réorienter vers les infrastructures IA, CoreWeave est devenue le principal acteur indépendant du secteur. Avec une capitalisation proche de 33 milliards de dollars, 52 centres de données en Amérique du Nord et en Europe, plus de 250 000 GPU et 4,6 GW de capacité électrique contractualisée, elle bénéficie d'une taille nettement supérieure à celle de concurrents spécialisés comme Nebius ou Crusoe. Contrairement aux *hyperscalers* tels que Microsoft Azure, AWS ou Google Cloud, son activité est entièrement dédiée aux charges de travail liées à l'intelligence artificielle. Pour une parfaite clarté il convient également de distinguer Coreweave des opérateurs de datacenters. Coreweave loue des datacenters mais ne les construit pas. La société ne s'occupe pas non plus du raccordement au réseau électrique et/ou de la construction de centrales thermiques. Par contre, Coreweave réserve généralement une quantité déterminée de puissance électrique (MW) pour ses équipements et en supporte économiquement le coût via son contrat de location. On peut donc dire que les *neo-clouds* achètent des mètres carrés et mégawatts pour les transformer en capacité de calcul IA vendue à leurs clients. Cette spécialisation constitue à la fois la force et la principale source d'interrogation du marché.

D'un côté, son avancée technologique inégalée dans le déploiement de GPU Nvidia et sa capacité à les déployer rapidement lui a permis de devenir un fournisseur privilégié de clients majeurs comme Microsoft, OpenAI, Meta ou Nvidia et de fournir un total d'environ 150 clients d'entreprise. Les performances opérationnelles ont jusque-là été très satisfaisantes : au troisieme trimestre 2026, le chiffre d'affaires a progressé de 168 % sur un an pour atteindre 3,7 milliards de dollars tandis que l'EBITDA s'est établi à 2,26 milliard de dollars, au-dessus des attentes. La demande reste supérieure à l'offre et le groupe a démontré un pouvoir de fixation des prix particulièrement élevé avec des augmentations tarifaires successives de 25 % puis de 10 %. La visibilité commerciale demeure également exceptionnelle. Environ 96 % des revenus proviennent de contrats fermes et le chiffre d'affaires annualisé atteint désormais près de 13 milliards de dollars. Le carnet de commandes dépasse 133 milliards de dollars et la quasi-totalité des capacités déjà installées est commercialisée. La diversification de la clientèle s'est en outre nettement améliorée. Alors que Microsoft représentait près des deux tiers du carnet de commandes en 2024, sa part est désormais inférieure à un tiers grâce à la montée en puissance de Meta et d'OpenAI. Cette évolution réduit sensiblement le risque de concentration client. La relation avec Nvidia constitue un autre élément de soutien. Nvidia détient environ 10 % du capital, fournit des solutions de financement pour l'acquisition de GPU et bénéficie d'accords commerciaux de long terme portant sur certaines capacités de calcul. Cette proximité ne supprime évidemment pas les risques, mais elle confère à CoreWeave une position stratégique difficilement réplicable au sein de l'écosystème IA.
De l'autre côté, si les fondamentaux à court terme restent solides, les inquiétudes du marché proviennent davantage des perspectives sectorielles à long terme ainsi que du fait que la croissance de Coreweave repose en grande partie sur un financement à crédit et non par sa propre génération de cash-flow.
Plusieurs études récentes ont mis en évidence un possible décalage entre les investissements massifs annoncés dans les infrastructures IA et les revenus qui en découleront effectivement. Gartner estime notamment que les dépenses mondiales en infrastructures d'intelligence artificielle pourraient atteindre près de 7 000 milliards de dollars entre 2027 et 2030, alors que les revenus attribuables à l'IA seraient nettement inférieurs aux montants nécessaires pour assurer une rentabilité satisfaisante de ces investissements. Gartner estime que 80% des *neo-clouds* ne seraient pas profitables dans ce scénario. Alors qu'une estimation

précise sur les futurs revenus liés à l'IA s'avère extrêmement compliquée, l'analyse de Gartner a contribué à relancer le débat sur le risque de surcapacité au sein du secteur.
Ces préoccupations touchent plus directement les *neo-clouds* que les *hyperscalers*. Des groupes comme Microsoft, Amazon, Alphabet ou Meta disposent d'activités historiques extrêmement profitables leur permettant de financer des investissements dont le retour sur capital pourrait être différé. À l'inverse, les *neo-clouds* dépendent largement de la monétisation directe de leurs infrastructures. Les investisseurs craignent ainsi qu'une partie des capacités actuellement déployées repose sur des hypothèses de demande particulièrement optimistes. Une consolidation du secteur paraît d'ailleurs probable parmi les nombreux acteurs de taille modeste qui ont émergé ces dernières années.
Toutefois, cette lecture mérite d'être complétée. Tous les *neo-clouds* ne présentent pas le même profil de risque. CoreWeave bénéficie d'une taille critique, d'un historique d'exécution reconnu et d'un carnet de commandes supérieur à 100 milliards de dollars, ce qui lui confère une visibilité très supérieure à celle de nombreux concurrents. La société dispose également d'accords contractuels de long terme qui réduisent sensiblement l'incertitude sur ses revenus des prochaines années.

Le principal point de vigilance concerne aujourd'hui le financement de la croissance future. Les dépenses d'investissement prévues pour 2026 atteignent entre 37 et 39 milliards de dollars, ce qui implique un recours important aux marchés de capitaux. La structure financière apparaît néanmoins relativement diversifiée avec environ 14 milliards de dollars de prêts sécurisés, 11 milliards de dollars d'obligations convertibles, 10 milliards de dollars d'obligations non garanties et près de 5 milliards de dollars de financements fournisseurs. Les ressources de liquidité dépassent 15 milliards de dollars et ne font pas apparaître de risque immédiat de liquidité. Au moment de la rédaction, CoreWeave cherche à lever 4 Mds$ supplémentaires via des prêts garantis par des GPU et la valeur des contrats associés. Ces financements pourraient obtenir une notation Investment Grade et être placés à un coût de financement d'environ 7-7,5 %, démontrant la capacité de CoreWeave à accéder à des sources de financement moins coûteuses.

La question essentielle porte davantage sur la période 2027-2028 et sur la capacité du groupe à poursuivre son développement dans un environnement où le coût du capital pourrait rester durablement plus élevé. Une hausse du coût de financement semble probable, mais plusieurs sources de capitaux demeurent accessibles, notamment les financements adossés aux actifs, les prépaiements clients ou les partenariats stratégiques. Dans ce contexte, un accès plus difficile au financement se traduirait vraisemblablement par un ralentissement de la croissance plutôt que par une crise de liquidité.Les autres risques fréquemment évoqués doivent également être nuancés. Le décalage entre des contrats clients de cinq ans et des baux immobiliers pouvant atteindre quinze ans crée effectivement une asymétrie structurelle et un seul contrat de 5ans ne couvre pas tous les engagements sur 15ans. Toutefois, les *cash-flows* générés durant les premières 5 années couvrent plus de 5 années de coûts futurs et la durée de vie économique des GPU semble désormais également supérieure à la vie de contrats ce qui crée une marge supplémentaire. De même, le risque d'obsolescence technologique s'est jusqu'à présent révélé moins marqué qu'anticipé.

En définitive, la correction récente des obligations CoreWeave reflète principalement une remise en question du modèle de financement des *neo-clouds* plutôt qu'une dégradation des fondamentaux de l'entreprise. Les interrogations concernant la rentabilité de l'écosystème IA à long terme, le coût du capital et le financement des futurs investissements sont légitimes. Néanmoins, la croissance de Coreweave reste forte, le carnet de commandes offre une visibilité exceptionnelle et le soutien stratégique de Nvidia demeure un facteur de résilience majeur. Les niveaux de *spread* actuels paraissent ainsi intégrer un scénario de stress significativement plus sévère que celui suggéré par les fondamentaux opérationnels, ce qui conduit à considérer que le marché surestime aujourd'hui le risque de détérioration du crédit de CoreWeave à court ou moyen terme. Enfin, la forte victoire électorale du Parti démocrate au Mid-terms, avec le contrôle des deux chambres du Congrès pourrait entraîner davantage de contraintes fiscales et réglementaires et, par conséquent, ralentir le rythme des investissements IA aux Etats-Unis. Nous doutons cependant que les projets déjà approuvés seront mis en cause et pensons que les capacités de 4.6GW déjà contractualisé de Coreweave (vs 1.85GW en opération) ne sont d'autant plus précieux aujourd'hui.

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 sur plusieurs sites en Europe.

Au 30 juin 2026, Swiss Life Asset Managers gérait 325,9 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 170,7 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un investisseur immobilier institutionnel leader en Europe[1]. Sur les 325,9 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 97,7 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 26,9 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 30 juin 2026, Swiss Life Asset Managers gérait ainsi 124,6 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 2026

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. Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 31/10/2026. « 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

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 : 122 rue La Boétie, 75008 Paris