

Market Insights

Publié le

18.02.2026

2026

Crédit liquide

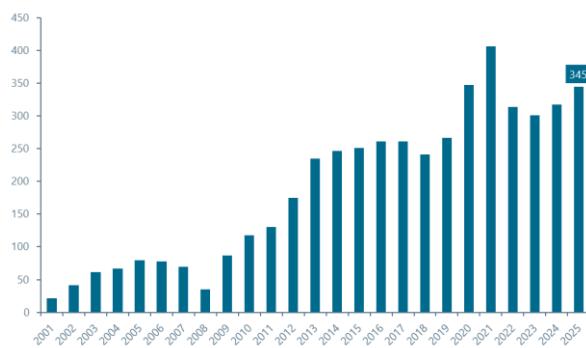
SCOR
— INVESTMENT PARTNERS —

Des volumes records sur le marché primaire High Yield

L'activité du marché primaire est restée très dynamique en 2025, avec un volume d'émissions atteignant EUR 125 milliards, égalant les niveaux records observés en 2021. Le marché a été largement soutenu par des opérations de refinancement, portées par des conditions favorables incitant les émetteurs à agir proactivement. Les émetteurs BB ont représenté la majeure partie de l'offre (55% des volumes), suivis de près par les emprunteurs B (37%), confirmant une demande des investisseurs robuste sur l'ensemble du segment High Yield.

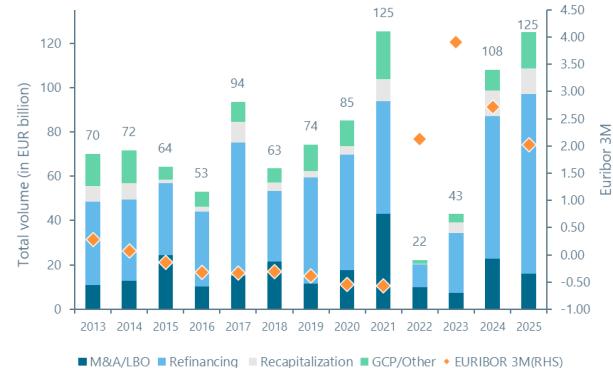
Taille du marché High Yield européen¹

En milliards d'euros



Évolution des émissions High Yield²

En milliards d'euros



Un soutien marqué des facteurs techniques

Les dynamiques techniques ont été portées d'une part par EUR 9,5 milliards de flux nets positifs³, reflétant la confiance croissante des investisseurs, et d'autre part par une offre nette limitée à EUR 14,5 milliards, la majorité des émissions étant menées dans le cadre d'opérations de refinancement.

Des rendements supérieurs à la moyenne

Les conditions de rendement à l'entrée de 2026 demeurent particulièrement attractives. Le *yield to worst* moyen s'établissait à 4,91% fin décembre 2025, un niveau toujours supérieur à sa moyenne de long terme malgré des *spreads* comprimés. Les pics de *spreads* sont restés temporaires et les fondamentaux de crédit demeurent solides, soutenant un environnement de marché constructif.

YTW et OAS moyens⁴

Indice BBG Euro HY 3% Issuer Const. x Fin TR Unhedged EUR



Taux de défaut contenu et taux de recouvrement en hausse

Le taux de défaut du marché européen High Yield devrait rester relativement stable, avec une légère hausse de 3,2% fin 2025 à 3,75% en 2026³.

Les taux de recouvrement européens moyen ont progressé de 9 points de pourcentage sur un an, atteignant environ 62%. Cette amélioration s'explique par une proportion élevée d'obligations restructurées de rang *senior secured* et par une utilisation accrue des opérations de *distressed exchanges* et *amend-and-extend*. Ces facteurs sous-tendent un environnement de crédit qui semble toujours solide à l'approche de 2026.

Sources : ¹⁾ Bloomberg, données Bloomberg Pan-European High Yield 2.5 %, au 31.12.2025. ²⁾ PitchBook Data, Inc., données au 31.12.2025. ³⁾ JP Morgan, données au 31.12.2025. ⁴⁾ Bloomberg, données au 26.12.2025.

Perspectives 2026

Une dynamique d'émissions qui se poursuit

Le marché continue de bénéficier d'un mouvement de refinancement proactif, en amont du mur de maturités attendu en 2028-2029.

Les émetteurs sont fortement incités à refinancer tôt, les remboursements anticipés constituant une source additionnelle de performance pour les investisseurs.

Un contexte toujours porteur

Malgré une légère érosion des résultats, les indicateurs financiers du marché européen High Yield demeurent solides. Le segment est relativement peu exposé aux politiques tarifaires de Trump, de nombreux émetteurs ayant une activité locale significative (par exemple le secteur des télécommunications, représentant 25 % de l'indice).

Les émetteurs à beta élevés continuent d'attirer les investisseurs en quête de carry attractif.

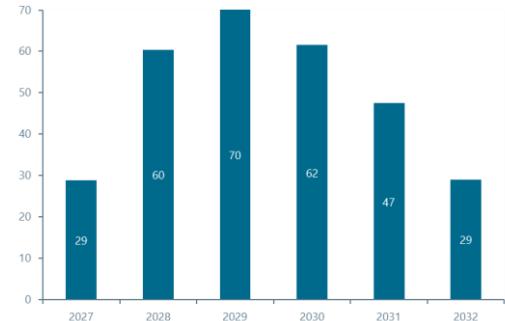
Des opportunités sur les coupons élevés et les prix cash des obligations *distressed*

Des opportunités sélectives persistent sur le segment *distressed*. Les prix cash restent proches des niveaux de recouvrement estimés par S&P, limitant le risque de baisse en cas de défaut.

Par ailleurs, les coupons élevés continuent d'améliorer les rendements (*carry*).

Rachats de dettes High Yield par échéance ⁵

En milliards d'euros



High Yield - coupon moyen pondéré ⁶

En % du pair



Sources : ⁵⁾ Bloomberg, données Bloomberg Euro HY 3% Issuer Constraint x Fin TR Unhedged EUR Index au 31.12.2025.

⁶⁾ PitchBook Data, Inc., données au 25.12.2025.

Février 2026

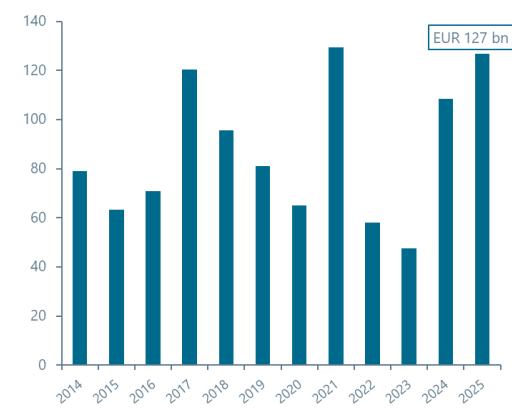
Des volumes proches des records, reflétant la résilience du marché et l'appétit des investisseurs

Le marché européen des prêts syndiqués a conservé son dynamisme en 2025, avec un niveau d'émissions primaires proche du record historique de 2021.

Sur l'ensemble de l'année, les volumes de prêts syndiqués se sont élevés à EUR 127 milliards, soit une hausse de 18% en glissement annuel, portée par les opérations de refinancement, les renégociations de marges opportunistes à l'initiative des émetteurs ainsi que par quelques transactions de financement liées à des opérations de M&A.

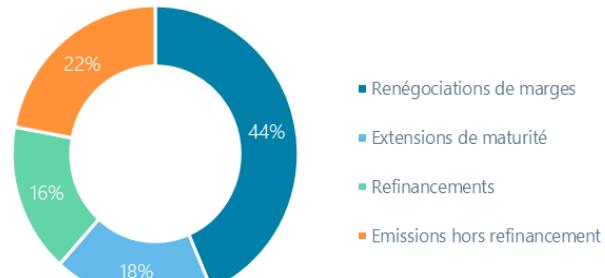
Volume des émissions primaires de prêts syndiqués européens¹

En million d'euros



Activité institutionnelle européenne¹

% des montants



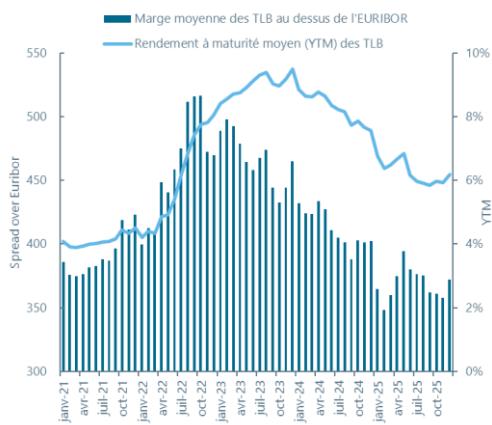
Resserrement des spreads de crédit dans un contexte de stabilité des prix

L'indice *Morningstar European Euro Denominated Loan Total Return* a affiché une performance annuelle à +4,1%, bien en deçà des +8,7% enregistrés en 2024. La performance liée à la variation de prix moyen est restée négative à -1,7%, reflétant une dispersion persistante des prix malgré la pression technique positive liée à la demande des CLO², qui constituent les principaux investisseurs du marché des prêts syndiqués.

Les spreads actualisés moyens se sont maintenus autour de Euribor+450 bps, tandis que plus de 65% des prêts se négociaient au-dessus du pair, soulignant des facteurs techniques solides malgré des fondamentaux économiques plus fragiles.

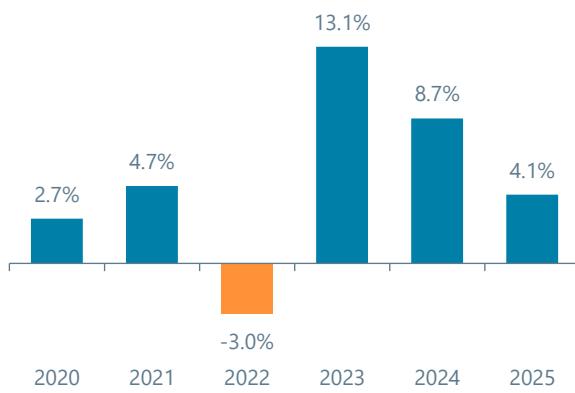
YTM & marges des "Term Loan B" à l'émission¹

Sur 3 mois glissants, spread au-dessus de l'Euribor



Morningstar European Euro Denominated Loan TR¹

Performance annuelle



¹ Source : SCOR Investment Partners, Pitchbook, données au 31.12.2025

² Collateralized Loans Obligations



Activité exceptionnelle des CLO européens

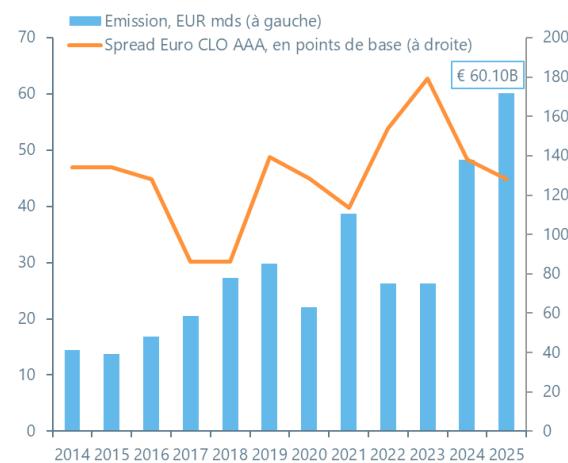
L'année 2025 a été marquée par un record historique d'émissions de CLO en Europe, atteignant EUR 60 milliards. Le marché a bénéficié d'un élargissement de la base d'investisseurs, avec une participation accrue des comptes américains et asiatiques. Les émissions de CLO devraient rester soutenues en 2026, avec des estimations comprises entre EUR 50 et 65 milliards, bien que les conditions d'arbitrage puissent continuer de se dégrader sous l'effet du resserrement des spreads des prêts syndiqués.

Fondamentaux : taux de défaut contenus

Sur le plan fondamental, la qualité de crédit s'est dégradée au cours de l'année, les dégradations de notations dépassant les améliorations dans un ratio de 2,7x. De surcroît l'exposition aux notations triple-C dans l'indice a doublé pour atteindre 5%. Bien que les défauts restent contenus, le mur de maturité de 2028 sera un point d'attention majeur. Il s'élève à EUR 70 milliards, principalement constitué de transactions effectuées en 2021 à des leviers élevés.

Volume d'émissions de nouveaux CLOs³

En milliards d'euros



Taux de défaut et part des créances notées CCC/CC/C²

Morningstar ELLI



Perspectives 2026

Les prévisions de marché tablent sur des volumes de primaire équivalents voire supérieurs à ceux de 2025, avec une part croissante de nouveaux financements à mesure que les pipelines M&A se reconstituent. Au premier trimestre, l'activité primaire sera encore principalement tirée par les refinancements. Les facteurs techniques devraient rester porteurs, mais les fondamentaux appellent toujours à une sélectivité renforcée. Des opportunités émergeront dans un contexte de bifurcation sectorielle, notamment dans la chimie et d'autres secteurs en difficulté.

Au final, même avec des spreads qui devraient rester serrés, nous estimons que le marché des prêts syndiqués continue d'offrir un potentiel de rendement attractif de l'ordre de 5 à 6%.

³ Source : SCOR Investment Partners, Pitchbook, données 31.12.2025

Financement d'actifs réels



2026 : une dynamique de marché solide pour la dette infrastructure

Des besoins en infrastructure portés par des tendances porteuses

La dette infrastructure aborde 2026 avec un ensemble de moteurs renforçant sa visibilité à long terme. Les besoins de financement restent considérables, portés par des tendances de fond : décarbonation des systèmes énergétiques, accélération des renouvelables (y compris le stockage de batteries), expansion rapide des data centers, modernisation des réseaux électriques, digitalisation croissante des usages et développement de la mobilité urbaine. Ces dynamiques soutiennent un flux soutenu de nouveaux projets comme de refinancements.

Une classe d'actifs offrant des spreads stables

Historiquement, la dette infrastructure délivre une prime de complexité par rapport à la dette corporate, reflétant la structuration des projets, la modélisation fine des cash flows et le cadre contractuel propre aux actifs essentiels. Cette prime s'avère relativement stable dans le temps (entre 280 et 300 points de base en moyenne pour la dette senior), alors que celle offerte par la dette corporate s'est resserrée de façon continue au cours des dernières années pour atteindre aujourd'hui son plus bas niveau depuis la crise financière, à 80 points de base. Les rendements obtenus sont donc supérieurs avec, de surcroît, un profil de risque souvent mieux maîtrisé grâce au caractère essentiel et régulé de nombreux actifs.

Rebond des financements dans un contexte de stabilisation monétaire

Après une période marquée par la forte remontée des taux entre 2022 et 2024, la normalisation des taux directeurs a permis un net rebond des financements fin 2025. La diminution du coût du capital relance l'initiation de nouveaux projets, tandis que les sponsors cherchent à sécuriser leurs besoins de long terme dans un contexte où les conditions sont redevenues plus prévisibles. Cette amélioration du cadre macro-financier devrait favoriser un niveau d'activité soutenu en 2026.

Refinancements structurants

Les projets d'infrastructure financés entre 2016 et 2020 arrivent aujourd'hui, de manière progressive, à une phase clé de leur cycle financier : celle du refinancement. Cette dynamique résulte de structures de dette initiales mises en place avec des maturités, des clauses de renégociation ou des échéances intermédiaires qui conduisent naturellement à revisiter les schémas de financement après 7 à 10 ans. Ces refinancements sont dits structurants car ils ne se limitent pas à un simple allongement de maturité : ils impliquent souvent une reconfiguration complète de la dette, adaptée à des actifs désormais matures, opérationnels et disposant d'un historique de cash-flows établi. Le risque de construction ou de montée en charge ayant disparu, le profil de risque est plus lisible, ce qui permet d'optimiser la structure financière, d'ajuster le levier et de faire évoluer la typologie des prêteurs. Il convient par ailleurs de souligner que, contrairement au financement corporate, cette dynamique de refinancement ne s'apparente pas à un « mur des refinancements » susceptible de générer un stress systémique lié à la remontée des taux. Les actifs d'infrastructure concernés bénéficient de revenus contractualisés ou régulés, souvent indexés et d'une forte visibilité sur les cash-flows, leur permettant d'absorber des niveaux de taux plus élevés sans remise en cause de leur soutenabilité financière. Cette résilience structurelle limite le risque de refinancement contraint ou de dégradation brutale du profil de crédit.

Un mouvement de réallocation institutionnelle

Les investisseurs institutionnels poursuivent une réallocation en faveur de la dette infrastructure. Ce mouvement concerne en premier lieu le segment High Income, en complément à l'infrastructure equity et/ou en alternative à la dette privée, mais aussi le segment investment grade.

Cette dynamique renforce la position de la dette infrastructure comme allocation stratégique alliant visibilité, stabilité et portage attractif sur le long terme.

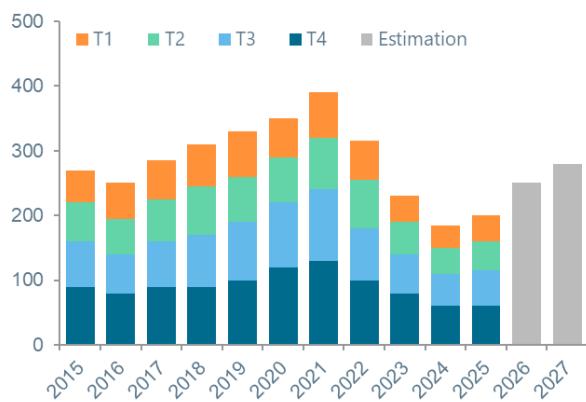
2025, une année de reprise de l'investissement

L'année 2025 devrait enregistrer une croissance des volumes d'investissement d'environ 9% en Europe. Bien que cette tendance soit positive, elle est en-deçà des attentes du début d'année, notamment en raison de baisses au Royaume-Uni et en Allemagne. Dans ce contexte, la France suit la tendance européenne avec une hausse de 8% tirée notamment par les investissements en Ile-de-France qui progressent de plus de 44% par rapport à 2024.

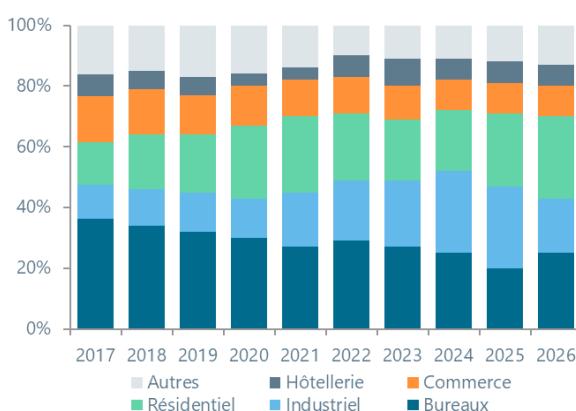
Le rééquilibrage entre secteurs est désormais acté avec la forte progression ces dernières années du résidentiel, de la logistique et de l'hôtellerie, au détriment du bureau. L'année passée a également vu le retour de transactions de taille importante, signe de l'appétit retrouvé d'investisseurs pour l'immobilier.

Investissement immobilier en Europe

EUR mds



Investissement par classe d'actifs

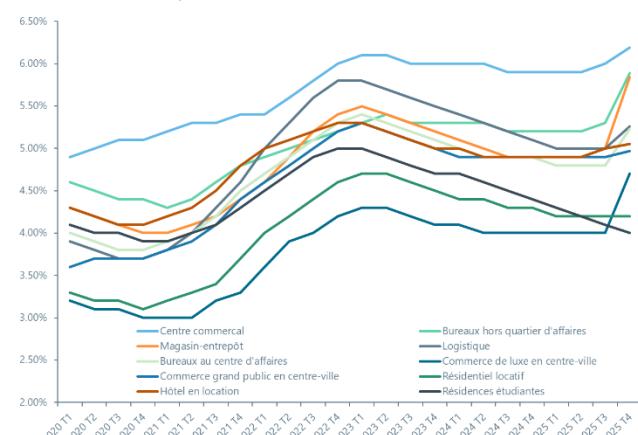


Source : Savills

La stabilisation des valeurs soutient la reprise

Après la forte hausse des taux de rendements immobiliers entre 2022 et 2023, le marché a trouvé de nouveaux points d'équilibre depuis 2024. Cette stabilité a permis la relance des investissements car elle offre plus de visibilité aux investisseurs et aux prêteurs. Par ailleurs, le niveau des taux d'intérêts (Euribor et swap) a nettement baissé depuis le pic de 2023 soutenant également les valeurs immobilières.

Taux de rendement 'prime'



Source: Savills

Marché de la dette immobilière

Le marché du financement accompagne l'évolution du marché de l'investissement. Les banques sont très occupées par les sujets de refinancement de leurs clients existants. On constate un regain d'appétit sur les immeubles les plus core avec des marges qui se sont resserrées d'environ 50 bps sur cette partie du marché.

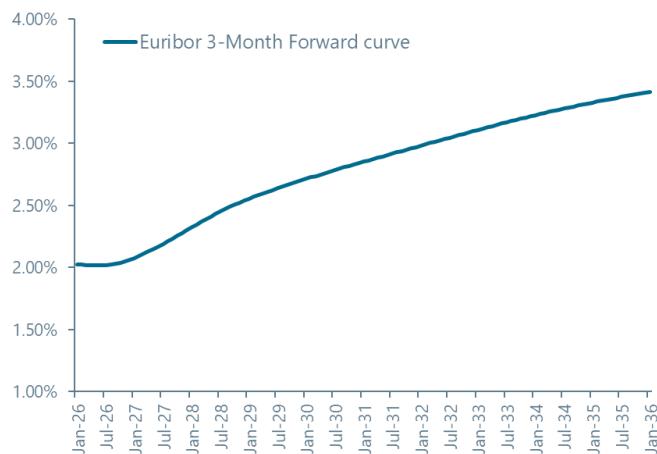
Sur le segment du value-add et développement, l'appétit bancaire, bien qu'en hausse au cours de l'année écoulée, reste plus mesuré dès lors que l'on s'éloigne du marché résidentiel ou de localisation très prime. Ainsi, constate-t-on une grande prudence des banques sur la prise de risque locatif en logistique alors même que les fondamentaux du marché restent bons.

Les niveaux de levier n'ont que modérément augmenté en 2025 et restent à des niveaux raisonnables, d'autant plus que la valeur des



immeubles ayant baissé, les ratios de dette au m² sont conservateurs.

Euribor forward curve



Source: Chatham Financial

Perspectives 2026

Les volumes d'investissement devraient continuer à progresser, alimentant ainsi le flux d'opérations de dette. Le secteur résidentiel, du fait de son caractère défensif et d'une offre limitée, est le préféré des investisseurs. La normalisation du secteur du bureau, dans les localisations centrales, entamée en 2025, devrait également se poursuivre. Toutefois, le niveau actuel des taux d'intérêts laisse peu de place à un resserrement des rendements immobiliers. Avec un taux Euribor proche des 2% et une courbe forward légèrement ascendante, nous anticipons des rendements courants au-dessus de 5% sur la dette value-add et des TRI autour de 6%. Par ailleurs, la tendance structurelle d'amélioration des standards ESG des immeubles, de toute type, se poursuivra et constitue un puissant levier d'investissement en opérations value-add.

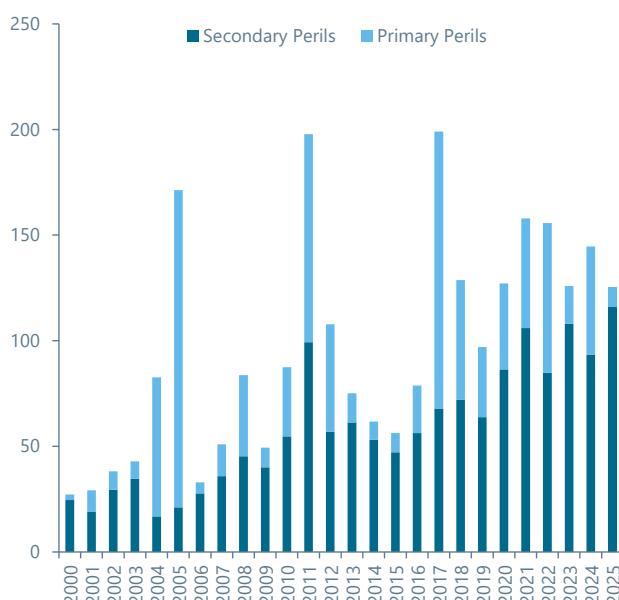
Insurance-linked securities

SCOR
— INVESTMENT PARTNERS —

2025 natural catastrophe loss events: predominance of secondary perils

2025 was active and costly for the insurance industry, with USD 127 billion insured losses from natural events, slightly below 2024 but above the 10-year average of around USD 115 billion. Losses were concentrated in the United States, mainly due to the Los Angeles wildfires, which generated about USD 41 billion in claims, and a very intense season of severe convective storms that caused more than USD 50 billion in losses. In contrast, the US hurricane season was benign, with no US landfall for the first time in a decade. Asia and Europe saw no major industry-wide loss events.

Annual insured losses



Source: Aon 2026 Climate and Catastrophe Insight

The main exception late in the year was Hurricane Melissa which struck Jamaica in October. It generated around USD 2.5 billion of insured losses and triggered a full loss on a USD 150 million Jamaica catbond. A striking feature of 2025 was the dominance of secondary perils, accounting for roughly 95% of annual insured losses, continuing an eight-year pattern of secondary perils exceeding primary perils.

This backdrop validated a cautious stance on frequency risk and secondary perils. Potential wildfire subrogation recoveries, most notably litigation against Southern California Edison related to the Eaton Fire, could partially offset industry losses over time if settlements materialize, although timing remains uncertain.

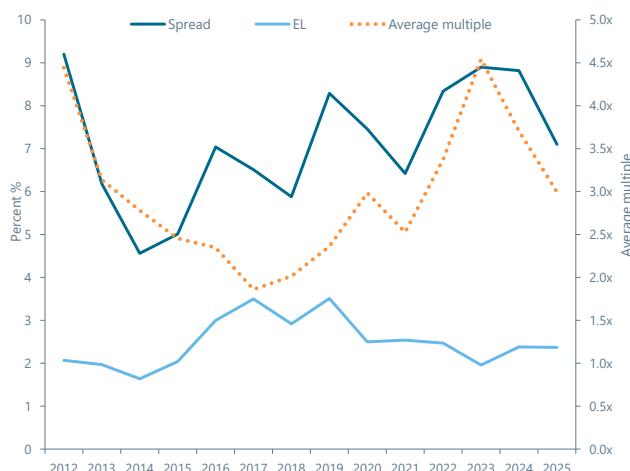
Record issuance in catbonds as pricing normalizes

Q4 continued the exceptional issuance momentum, making 2025 a record-breaking year. After an already-record H1 over USD 17 billion, activity picked up again in October, November and December. USD 7 billion of property-cat catbonds were issued across more than 40 classes of notes from 24 different programs, making a new record for Q4. For the full year, issuance reached USD 25 billion with close to 100 issuances from 70 cedants, including 15 first-time issuers. This brought the outstanding market size to roughly USD 60 billion, marking its fastest ever expansion. Today, the investment universe of the catbond market comprises 370 transactions issued by over 120 different sponsors. The increasing demand for alternative capacity is evident across both established and emerging issuers, which reflects a positive trend for the market.

Primary market issuance: spread normalization

Spreads have tightened for 2025 issuances, what we are effectively witnessing is a normalization of spreads and multiples. The market has moderated from the unusually high levels seen in recent years and has largely returned to pre-Hurricane Ian conditions. Levels are broadly comparable to those observed in early 2022 and close to long-term averages (around 6%).

Pricing of primary issuance



Source: SCOR Investment Partners, Artemis as of 31.12.2025

Février 2026

Spread widening again in the secondary market

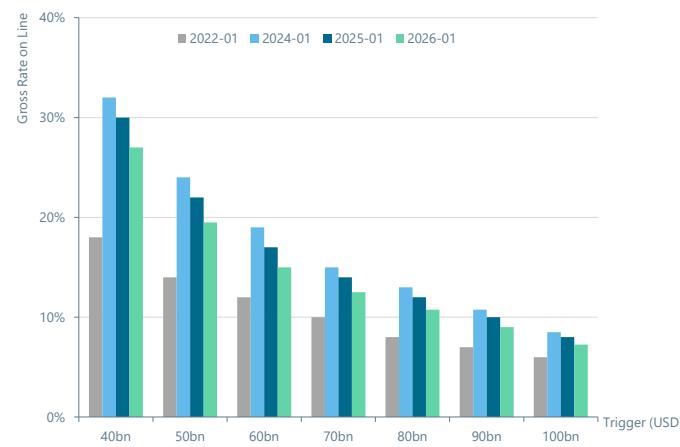
Toward year-end the trend reversed as spreads widened due to a combination of selling flows in the secondary market and seasonality dynamics. The recent widening should materialize further as the market approaches the summer months, a trend observed in 2023, 2024 and 2025. Adjusted for this seasonal effect, current spreads would stand roughly 100bps higher.

In absolute terms, spreads are also drifting back toward their long-term equilibrium, signaling a broader normalization of the market and a return to pricing levels last seen in early 2022, before Hurricane Ian reshaped the landscape.

ILW market: healthy renewal

The ILW market reflected similar patterns. ILWs remain reactive throughout the year, and pricing trends aligned closely with those observed in catbonds. As illustrated in the graph below, spreads have decreased by roughly 10% in 2025 following the steep increases of the 2022 to 2024 period, yet they still stand higher than their 2022 levels.

ILW market: average gross rate-on-Line %



Source: SCOR Investment Partners' internal research

Renewals across the broader ILW market generally traded between 10 and 15% lower. Despite the tightening observed in the final quarter, ILW rates ended the year at levels that remain higher relative to long term norms.

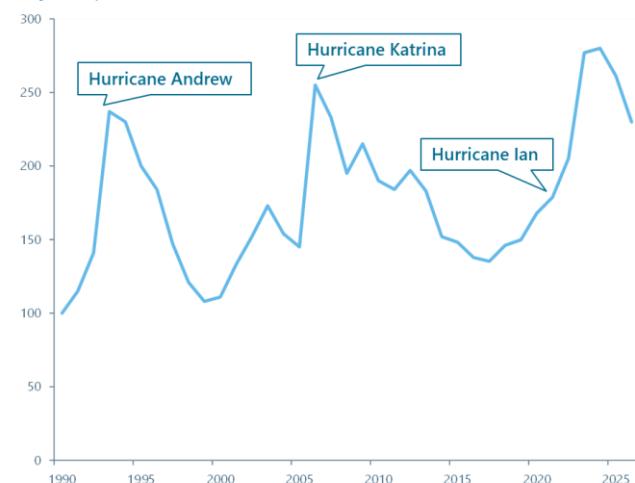
Reinsurance market: some softening

The graph below shows the US property cat rate-on-line (equivalent of the spreads for Catbonds). Following Hurricane Ian in 2022, the alternative capital market attracted new money and grew significantly in 2023 and 2024. By 2025, traditional reinsurers capital has reached a record high, supported by strong underwriting results.

The combination of abundant capacity and a quiet hurricane season pushed the market off its recent peak, resulting in a noticeable softening in conditions. Despite a decline from an all-time high, premium rates are still at historically high levels, as evidenced by the Guy Carpenter index.

U.S. Property Catastrophe Rate-On-Line Index

Guy Carpenter index



Source: SCOR Investment Partners' internal research, Guy Carpenter, as of 05.01.2026

Outlook for 2026: strong ILS momentum

The ILS market remains constructive as both the catbond and private ILS segments enter the new year with strong momentum. On the catbond side, the pace of issuance has already accelerated sharply. January alone brought close to USD 3 billion in new transactions across 9 deals, an unprecedented start that points toward another highly active first half. Broker indications suggest that the pipeline remains robust, raising the possibility that issuance volumes could match or surpass last year's record of USD 17 billion. This sustained primary activity, supported by strong global demand for protection, should help maintain current spread levels across the market.

On the private ILS front, premium rates in reinsurance and retrocession are expected to adjust downward year on year at the April renewals in Japan and the June renewals in the United States, largely to align with conditions seen at the January season in an environment of abundant available capacity.

CONTACT

Service clients
+33 (0)1 53 64 65 50

scorip.sales@scor.com
www.scor-ip.com

Siège
5, avenue Kléber, 75016 Paris, France

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est publié par SCOR Investment Partners SE (ci-après SCOR IP) une société de gestion d'actifs au capital de 15 500 000 euros. SCOR IP est agréée en tant que société de gestion et gestionnaire d'investissements alternatifs (AIFM) en France, réglementée par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Ce document est fourni à titre informatif uniquement et contient des informations, des opinions, des hypothèses et des estimations ainsi que des chiffres que SCOR IP considère comme fondés ou exacts à la date de publication, compte tenu du contexte économique, financier ou de marché à ce moment-là. Les informations contenues dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ou cibles ne préjugent pas des rendements futurs. Il n'y a aucune garantie que les prévisions positives se réaliseront à l'avenir. Les performances futures sont soumises au régime fiscal en vigueur, qui dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et qui peut évoluer à l'avenir. L'existence d'un enregistrement ou d'une autorisation n'implique pas qu'une Autorité de régulation ait déterminé que ces produits sont adaptés aux investisseurs. Ce document ne doit pas être interprété comme une offre, une sollicitation d'achat ou de vente, ni comme un conseil en investissement. Il ne constitue en aucun la base d'un contrat ou d'un engagement de quelque nature que ce soit. Les informations contenues dans le présent document sont communiquées à titre confidentiel et ne peuvent être copiées, reproduites, modifiées, traduites ou diffusées sans l'accord écrit préalable de SCOR IP. Le présent document est une communication commerciale destinée exclusivement aux investisseurs professionnels tels que définis dans la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers, telle que modifiée (MiFID). Veuillez-vous référer aux pays d'enregistrement de chaque fonds et vous renseigner auprès de votre conseiller financier pour savoir si un fonds est disponible dans votre pays et pour votre groupe d'investisseurs. Avant de prendre toute décision d'investissement, les investisseurs doivent lire le Prospectus, ses annexes SFDR, le Document d'Information Clé (« DIC »), ensemble désigné comme étant les "documents du fonds", et les informations relatives au produit SFDR publiées sur le site web. Les documents du fonds et les informations concernant les installations et le distributeur dans votre pays sont disponibles sur scor-ip.com ou sur demande auprès de la société de gestion. Document commercial publié le 02.02.2026 - SCOR Investment Partners SE, tous droits réservés