

The left side of the cover features a vertical strip with a blurred background of financial data. It includes a keyboard at the top, followed by various charts: a line graph with a yellow trend line, a candlestick chart, and several bar charts. Large, glowing green numbers like '+6.58', '+0.25', '+0.09', '+5.09', '+5.63', and '+5.61' are overlaid on the charts.

• JUILLET 2025

Lettre du Fixed Income

Partie 1 :
Environnement de marché

Partie 2 :
Crédit Investment Grade

Partie 3 :
Crédit High Yield

Partie 4 :
Dettes Financières

Partie 5 :
Perspectives

LAZARD
FRÈRES GESTION

Environnement de marché

Le mois de juin a été marqué par un retour en grâce des obligations américaines. Des signes de ralentissement du marché de travail et l'absence de signes de rebond de l'inflation ont permis aux rendements américains de baisser, soutenus par les commentaires de certains membres de la FED évoquant la possibilité d'une réduction rapide des taux directeurs. Les rendements européens, à l'exception des dettes périphériques, n'ont pas profité de ce mouvement. Malgré une nouvelle baisse de taux, la BCE a envoyé un message de fin de cycle d'assouplissement monétaire à court terme. En outre, l'annonce par l'Allemagne d'une augmentation de près de 15 milliards de ses besoins de financement au T3, ainsi que son intention d'augmenter ses dépenses militaires à 3,5% du PIB à horizon 2029, ont pesé sur les emprunts allemands. Les spreads périphériques souverains en ont bénéficié, à l'image du resserrement du spread italien à dix ans sous les 90 bps contre dette allemande. On notera que l'intervention américaine en Iran a eu un impact très limité sur les marchés de dettes.

Evolution des taux et performances

La performance du marché global des dettes souveraines a été positive sur le mois de juin (+0,59%), aidée par la performance des dettes américaine (+1,25%). Le taux américain à deux ans a baissé de 18 bps à 3,72% alors que le taux à dix ans s'est replié de 17 bps à 4,23%. Le marché des obligations souveraines européennes a quant à lui délivré une performance négative (-0,23%). Le taux allemand à deux ans s'est tendu de 9 bps à 1,86%. La courbe 2-10 ans s'est pentifiée de 2 bps à 75 bps. Au sein de la zone euro, les écarts de rendement se sont légèrement contractés. Le spread OAT-Bund à dix ans s'est tendu de 2 bps à 68 bps, alors que les obligations italiennes ont surperformé d'environ 11 bps contre dette allemande.

Banques centrales

Le mois de juin a été marqué par une pause des principales banques centrales, à l'exception de la BCE, de la Banque Nationale Suisse et de la Banque de Norvège qui ont abaissé leurs taux de 25 bps. Aux Etats-Unis, Jerome Powell a réaffirmé que le statu quo était à privilégier tant que les données n'apporteront pas plus de clarté. Les projections d'inflation ont été revues à la hausse pour les années 2025, 2026 et 2027, la croissance à la baisse pour 2025 et 2026. En zone euro, le message envoyé par Christine Lagarde a semblé plus « hawkish » qu'anticipé, suggérant que l'institution pourrait entrer dans une période de pause. La BoJ a laissé ses taux à 0,5% comme attendu et la BoE a laissé son taux directeur inchangé à 4,25%, six membres votant pour une pause et trois pour une baisse de 25 bps.

Banques centrales

30 juin 2025	Taux directeurs	Prochaines réunions
BCE (taux de dépôt)	2,00% (-25 bps)	24 juillet 11 sept.
Fed	4,25% - 4,50% (inchangé)	30 juillet 17 sept.
BoJ	0,50% (inchangé)	30 juillet 19 sept.
BoE	4,25% (inchangé)	7 août 18 sept.

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation MTD
Allemagne	2,61%	+11 bps
France	3,28%	+13 bps
Italie	3,48%	0 bps
Espagne	3,24%	+15 bps
Grèce	3,29%	+5 bps
États-Unis	4,23%	-17 bps
Japon	1,43%	-6 bps
Canada	3,27%	+7 bps
Australie	4,16%	-10 bps

Source : Bloomberg, au 30 juin 2025. Performances exprimées en devise non couverte du risque de change.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Crédit Corporate Investment Grade

Performances et spreads : Les marges de crédit ont continué de se resserrer en juin sur l'ensemble de la structure de capital (-7 bps sur les Senior et -15 bps sur les hybrides) avec un resserrement plus marqué des ratings les plus dégradés. La classe d'actifs affiche une performance légèrement positive sur le mois à **+0,20%** grâce au resserrement des spreads et au portage, permettant de compenser l'effet taux négatif.

Marché primaire : Après un mois de mai record, **la dynamique est restée positive en juin** avec environ **42 Mds€** émis, bien absorbés avec des carnets d'ordres sursouscrits plus de 3 fois en moyenne. **Les émetteurs du secteur automobile représentaient environ 13% de l'offre** à travers les doubles tranches de Stellantis, Honda et Mercedes Benz. L'immobilier était également bien représenté avec notamment Heimstaden Bostad (Green) et Covivio (obligation verte européenne - EuGBS). **L'activité sur le segment hybride a été également dynamique** avec 5 émetteurs pour un total d'environ 4,5 Mds€.

Secteurs : **L'ensemble des secteurs était au resserrement.** Les secteurs de l'**immobilier**, des **médias** et de l'**énergie** ont surperformé.

Fondamentaux : Côté émetteurs, on notera que **Kering** a fait l'objet de spéculations sur une potentielle cession immobilière à New York, ce qui a pesé momentanément sur sa courbe. Par ailleurs, le groupe affiche une profitabilité en baisse et des perspectives défavorables pour le S1 2025. **Warner Bros Discovery** a annoncé la scission de ses activités Streaming & Studios tout en lançant une offre de rachat obligataire de 14,6 Mds\$, mais les agences Fitch, Moody's et S&P ont dégradé sa notation en catégorie High Yield, évoquant des incertitudes liées à la restructuration. **Metro AG** a également rejoint la catégorie High Yield.

30 juin 2025

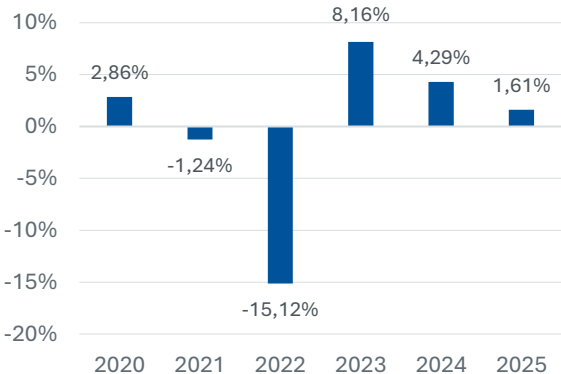
	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	89 bps	-8 bps	+0,19%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	171 bps	-15 bps	+0,76%
iTraxx Main	55 bps	-3 bps	

Rendement et performances (à fin juin 2025)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : La classe d'actif a progressé de **0,44%** en juin grâce au portage et un resserrement de spreads de 7 bps qui compense une légère tension de 9 bps sur le 5 ans allemand.

Marché primaire : Le marché primaire a connu une activité record avec **22,5 Mds€** d'émissions, toujours à des fins de refinancement principalement. On note une surperformance des crédits B et une sous-performance des crédits CCC, pénalisés par du risque idiosyncratique (Kem One, Victoria, Telecomumbus).

Secteurs : L'**immobilier** (Aroundtown, CPI Property) a poursuivi sa dynamique positive depuis le début de l'année. L'**énergie** (Viridien, Wintershall) a tiré profit du conflit au Moyen-Orient. Les **biens d'équipement** (Ardagh, Alstom) ont progressé également. À l'inverse, les **médias** sont pénalisés par Telecomumbus, qui a publié des résultats inférieurs aux ambitions. La **chimie** (Kem One, Arxada, Ineos) souffre des incertitudes liées à la conjoncture mondiale.

Fondamentaux : **Eutelsat** a signé un accord de 1 Md€ sur 10 ans avec le Ministère français des Armées et la société a annoncé une augmentation de capital de 1,35 Md€. **Durant le mois, l'actualité est restée riche en projets d'acquisitions (Grünenthal, Dana, Al maviva** ou encore **Orange** qui envisagerait d'acheter les 50% de **MasOrange** qu'il ne possède pas). **Plusieurs scissions ou projets de scission ont également animé l'actualité (Grifols, VodafoneZiggo, Atos).** Côté IPO, Bain et Cinven sont en discussion concernant la vente de **Stada**. **Cirsa** a officiellement lancé son processus d'IPO. Enfin, les créanciers seraient en train de s'organiser pour préparer le restructuring de la dette de **Cerba**. Côté rating, les IPO entraînent des upgrades de notation. En revanche, on note plusieurs dégradations dans le domaine de la chimie (Ineos Group, Ineos Quattro, Synthomer) et de l'automobile (ZF, Nissan).

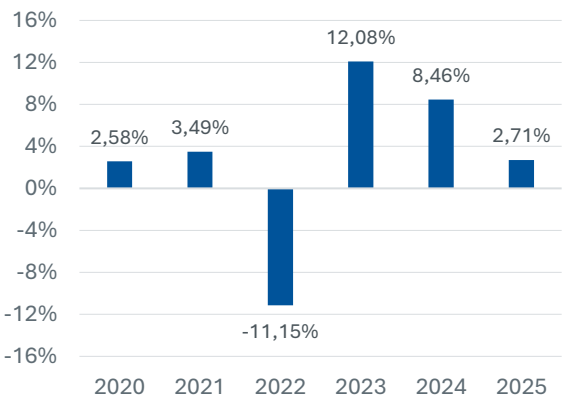
30 juin 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	319 bps	-7 bps	+0,44%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	219 bps	-13 bps	+1,23%
iTraxx Crossover	283 bps	-18 bps	

Rendement et performances (à fin juin 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : Les **spreads bancaires se sont resserrés** de -8 bps sur les Seniors, -15 bps sur les Tier 2, et -18 bps sur les AT1 (-38 bps pour les AT1 en euros). Pour les assureurs, les Seniors se sont resserrés de -1 bp tandis que les Subordonnées ont affiché un resserrement de -17 bps. Côté performances : +0,3% pour les Seniors bancaires, +0,5% pour les Tier 2, +1,4% pour les AT1 (+1,7% pour les AT1 en euros), et respectivement stable et +0,9% pour les Seniors et Subordonnées d'assurance.

Marché primaire : Le marché primaire a été particulièrement dynamique en juin, avec un volume de **77 Mds€ émis**, bien au-dessus de la moyenne historique. Les émissions ont couvert l'ensemble de la structure de capital, notamment des AT1 (BNP Paribas, Piraeus Bank, Santander), des RT1 (CNP), et des Tier 2 (Commerzbank, Banco BPM, DZ Bank, Monte dei Paschi, PBB, Resolution Life, Klésia).

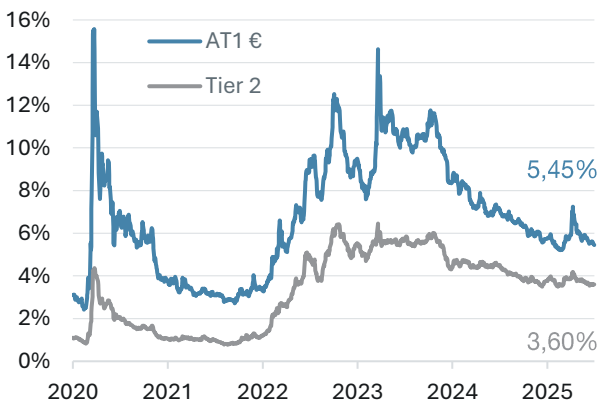
Fondamentaux : Sur le front des fusions-acquisitions, plusieurs transactions majeures ont marqué le mois. En Espagne, **BBVA a obtenu l'autorisation du gouvernement pour son offre publique d'achat sur Sabadell**, sous condition de gestion indépendante pendant trois ans. Au Royaume-Uni, **Banco Santander et Barclays figurent parmi les principaux candidats au rachat de TSB**, filiale britannique de Sabadell, avec une décision attendue en juillet. On notera également que **BPCE a officialisé son projet d'acquérir Novo Banco au Portugal**, tandis qu'**UniCredit a reçu l'autorisation de l'UE pour racheter Banco BPM en Italie**. Côté réglementaire, **le gouvernement suisse a publié ses propositions de réforme bancaire**, qui concernent principalement UBS. Ces réformes incluent une augmentation du capital liée aux filiales étrangères, passant de 60% à 100%, ce qui pourrait nécessiter jusqu'à 23 milliards de dollars supplémentaires de capital pour l'entité suisse. De plus, **une réduction de l'utilisation des AT1 comme capital est envisagée**, créant un besoin supplémentaire de 18 Mds\$ en capital « alloué à la continuité d'exploitation ». Ces mesures seront mises en œuvre progressivement sur une période de 6 à 8 ans, avec une entrée en vigueur potentielle dès 2028.

30 juin 2025

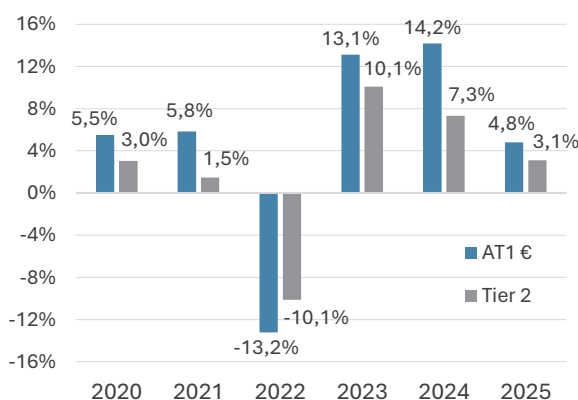
	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	84 bps	-8 bps	+0,26%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	149 bps	-15 bps	+0,50%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	331 bps	-36 bps	+1,69%

Rendement et performances (à fin juin 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Perspectives

Environnement de marché

- **Les données américaines reflètent un ralentissement de l'économie depuis quelques mois.** Pour autant, les inscriptions hebdomadaires au chômage n'augmentent pas à ce stade.
- L'impact des droits de douane sur la consommation n'est pas encore visible. La perception de droits de douane a nettement augmenté sur les dernières semaines alors que les effets du « Big Beautiful Bill » ne se feront sentir qu'à partir de l'année prochaine.
- **Dans la zone euro, les dernières données décrivent une croissance correcte.**
- En Chine, la détente des relations commerciales avec les Etats-Unis limite les risques sur l'activité à court terme.
- Les spreads devraient rester serrés dans un contexte de fondamentaux solides et de facteurs techniques très positifs pour le crédit. Les rendements étant toujours attractifs et les courbes plus pentues, nous privilégions les maturités intermédiaires.

Positionnement

- **Duration/Taux :** UK (+), US (=/+), Euro (=/+), Japon (=), inflation US (+)
- **Crédit :** Neutre sur le crédit Investment Grade, le High Yield et les dettes subordonnées.
- **Maturité :** Préférence pour les maturités courtes à intermédiaires
- **Secteurs :** Banques, télécoms, santé, immobilier.

Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 8 juillet 2025.

Document réservé à des clients professionnels au sens de la directive MIF.

Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Il fait état d'analyses ou de descriptions préparées par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques de sources publiques. L'opinion exprimée ci-dessus est susceptible de changer. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ces éléments sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être soumises à interprétations selon les méthodes utilisées.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement dans les instruments ou valeurs y figurant.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document ne constitue pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve la faculté d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée. Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.

Suivez & Partagez

L'actualité de Lazard Frères Gestion

 lazardfreresgestion.fr

   Lazard Frères Gestion

LAZARD
FRÈRES GESTION