

• AVRIL 2025

# Lettre du Fixed Income

Partie 1 :  
Environnement de marché

Partie 2 :  
Crédit Investment Grade

Partie 3 :  
Crédit High Yield

Partie 4 :  
Crédit - Dettes financières

Partie 5 :  
Perspectives

LAZARD  
FRÈRES GESTION

# Environnement de marché

**Le mois de mars a été caractérisé par un regain de volatilité sur les marchés de dettes souveraines et une divergence entre les marchés américains et européens.** En Europe, les taux ont subi un choc haussier, ce rebond étant influencé par l'annonce historique de l'Allemagne d'un plan d'infrastructures et de défense de 500 milliards d'euros ainsi qu'un plan de réarmement de l'Union Européenne. La Commission pourra emprunter jusqu'à 150 milliards d'euros afin d'accorder elle-même des prêts, remboursables sur 45 ans aux États-membres qui en feront la demande pour investir dans les domaines de la défense. Du côté des États-Unis, le spectre de la stagflation a resurgi dans un contexte caractérisé par des tensions commerciales. En conséquence les taux ont baissé, reflétant les inquiétudes des investisseurs concernant un ralentissement de l'économie américaine.

## Evolution des taux et performances

La performance du marché global des dettes souveraines est négative sur le mois (-0,62%), pénalisée par la performance très négative des dettes de la zone euro (-1,79%) dans un mouvement de tension notable des rendements. Le taux allemand à dix ans s'est tendu de 33 bps dans un mouvement de pentification de la courbe 2 ans / 10 ans de 31 bps à 69 bps. Les obligations américaines ont performé positivement (+0,61%), le taux à deux ans se détendant de 11 bps à 3,88% alors que le taux à dix ans est resté stable à 4,21%. Au sein de la zone euro, les écarts de rendement se sont contractés entre 2 et 6 bps contre la dette allemande. La performance du marché global des dettes souveraines restait positive de 0,38% depuis le début de l'année.

## Focus Banques Centrales

La Réserve Fédérale a maintenu ses taux inchangés dans la fourchette 4,25%-4,50% tout en annonçant un ralentissement de la diminution de son bilan à travers la réduction de son Quantitative Tightening qui débutera à partir du 1<sup>er</sup> avril, sans changement de rythme sur les MBS. Les prévisions de croissance de la Fed ont été revues à la baisse, alors que celles relatives à l'inflation ont été revues à la hausse. Les DOTs continuent d'anticiper deux baisses de taux cette année. Au Japon, la Banque du Japon a également opté pour le statu quo en maintenant ses taux à 0,50%. À fin mars, les investisseurs intégraient environ 75 bps de baisse de la Réserve Fédérale d'ici la fin de l'année 2025, près de 60 bps pour la BCE (qui a baissé ses taux de 25 bps en mars) et 50 bps de la part de la Banque d'Angleterre.

## Banques centrales

31 mars 2025	Taux directeurs	Prochaines réunions
<b>BCE</b> (taux de dépôt)	2,50% (-25 bps)	17 avril 5 juin
<b>Fed</b>	4,25% - 4,50% (inchangé)	7 mai 18 juin
<b>BoJ</b>	0,50% (inchangé)	1er mai 17 juin
<b>BoE</b>	4,50% (inchangé)	8 mai 19 juin

## Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation MTD
Allemagne	2,74%	+33 bps
France	3,45%	+31 bps
Italie	3,87%	+33 bps
Espagne	3,37%	+33 bps
Grèce	3,55%	+31 bps
États-Unis	4,21%	+/-0 bps
Japon	1,49%	+11 bps
Canada	2,97%	+7 bps
Australie	4,38%	+9 bps

Source : Bloomberg, au 31 mars 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 s'écartent légèrement pour les Senior (+2 bps) et de manière plus marquée pour les hybrides (+13 bps) dans un contexte de forte volatilité et de tension massive sur les taux en Europe sur fond d'anticipations d'une relance budgétaire d'ampleur. La classe d'actifs affiche une performance négative de **-1,06%** due à un effet taux fortement négatif.

**Marché primaire** : Le marché primaire a été actif ce mois avec environ 27 Mds€ émis, bien qu'en baisse par rapport à mars 2024 et aux volumes attendus.

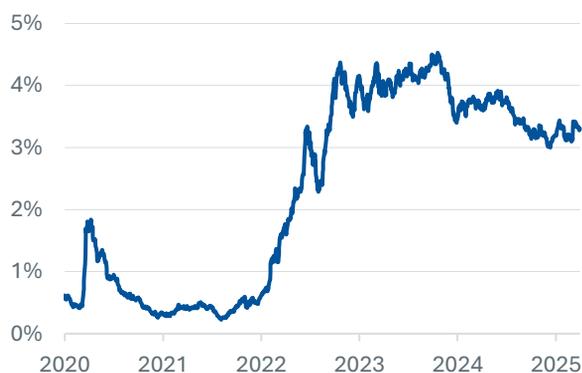
**Secteurs** : Tous les secteurs sont à l'écartement à l'exception des biens d'équipement (-2bps) où les émetteurs liés au secteur de la **défense** (Thales, Safran, Airbus) ont surperformé après l'adoption du plan de relance en Allemagne. À l'inverse, les **foncières** sous-performent (CPI Property, Heimstaden Bostad, Citycon), impactées par la hausse de taux. Le secteur **automobile** a également souffert de l'implémentation des tarifs de l'administration américaine de 25% sur tous les véhicules et composants à partir du 2 avril.

**Fondamentaux** : Les publications des résultats du Q4 2024 ont continué sur le mois. On notera par ailleurs que sur le secteur automobile, la commission européenne a annoncé concéder davantage de flexibilité concernant les normes d'émissions de CO<sub>2</sub> permettant aux constructeurs automobiles de respecter leurs objectifs de conformité en moyennant leurs performances sur une période de trois ans (2025-2027). Au niveau des notations, le secteur automobile a néanmoins subi plusieurs downgrades (Volkswagen, Stellantis), tandis que les émetteurs Merck, Volters et General Electric vu leur note réhaussée.

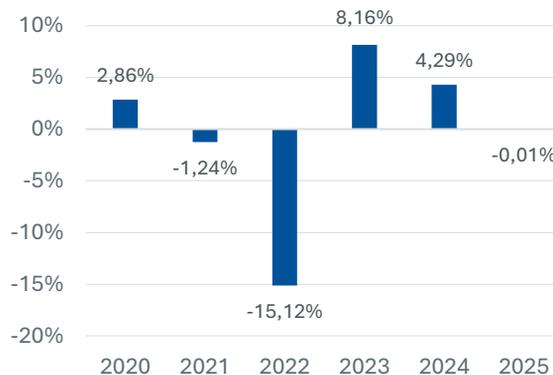
31 mars 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	91 bps	+2 bps	-1,06%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	179 bps	+13 bps	-0,86%
iTraxx Main	64 bps	+10 bps	

## Rendement et performances (à fin mars 2025)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



# Crédit Corporate High Yield

**Performances et spreads :** La classe d'actifs est en retrait sur le mois de mars, enregistrant un déclin de **-0,99%**, avec une hausse de taux (+19 bps sur le 5 ans allemand) et un écartement des spreads (+58 bps). Dans ce contexte marqué par une aversion au risque, toutes les notations ont affiché des performances négatives, les CCC enregistrant la baisse la plus importante.

**Marché primaire :** L'activité sur le marché primaire s'est accélérée en mars avec 8,64 Mds€ émis, majoritairement pour des refinancements. Les flux entrants étaient négatifs sur le mois.

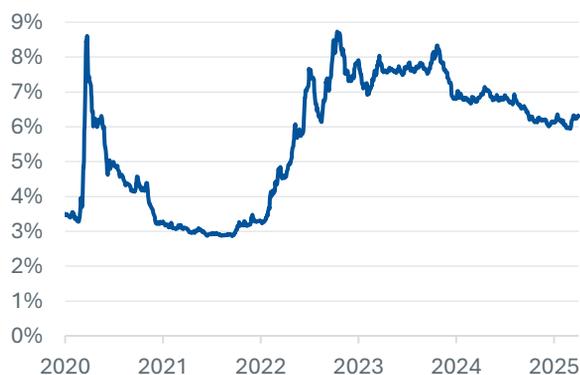
**Secteurs :** Tous les secteurs étaient en déclin. On note que la **santé** (Cerba, Grunenthal) a enregistré la baisse la plus marquée. En effet, un article publié par Reorg indique que Cerba aurait mandaté le conseil financier Houlihan Lokey pour évaluer sa structure du capital, une démarche inattendue pour les investisseurs. L'**immobilier** (Foncia, AccorInvest) met un terme à une période de hausse consécutive en raison des craintes d'une interruption de la baisse des taux longs. L'**automobile** (Antolin, Standard Profil) subit les répercussions de droits de douane potentiels sur les exportations à destination des États-Unis. La première semaine du mois a également été marquée par les développements sur le secteur de la défense, bénéficiant aux satellites et en particulier Eutelsat.

**Fondamentaux :** Côté notations, le secteur automobile a connu plusieurs dégradations (Forvia, Schaeffler, Valeo, Nissan), mais on notera que S&P a révisé la perspective de Renault de stable à positive. Par ailleurs, les notations dans le domaine de l'énergie restent bien orientées. On note **deux futurs rising stars** : Carnival a été upgradé par S&P à BB+ et Saipem à Ba1 (perspective positive) par Moody's.

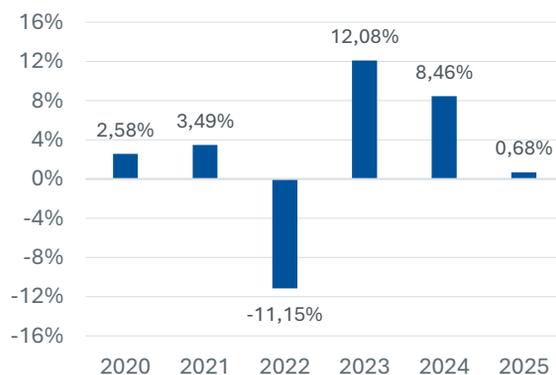
31 mars 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	347 bps	+58 bps	-0,99%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	217 bps	+18 bps	-0,63%
iTraxx Crossover	328 bps	+39 bps	

## Rendement et performances (à fin mars 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



# Crédit - Dettes financières

**Performances et spreads :** Le mois de mars a été volatil pour les dettes financières, qui ont été impactées à la fois par des taux plus élevés et des spreads plus larges (voir tableau ci-dessous). En termes de TRR, tous les segments ont affiché une performance négative, avec une sous-performance des obligations en euros, en particulier celles à long terme en raison des taux, avec les obligations seniors des banques et des assureurs (-0,7%/-0,8%), les obligations Tier 2 des banques (-0,8%), tandis que les dettes subordonnées des assureurs et les €AT1 ont baissé de -1,7%/-1,8%.

**Marché primaire :** Une autre raison de la performance plus faible des obligations longues en euros est l'activité intense dans cette partie du marché, avec de nombreuses nouvelles émissions sur une durée égale ou supérieure à 10 ans, à la fois sur l'€AT1 et l'€Tier 2.

**Fondamentaux :** Alors que **près de 85% des AT1 avec une date d'échéance en 2025 ont déjà été remboursées ou refinancées**, Deutsche Bank (DB) a annoncé qu'elle remboursera un \$AT1 à la première date d'échéance mais pas un autre - une décision qui était attendue sur le marché. La décision était surtout liée aux pertes potentielles associées aux variations de l'€/€ dans le cas d'un remboursement de ces obligations, qui auraient pu avoir un impact sur son CET1. La réaction du marché a été modérée : l'obligation était en hausse sur la journée, et DB a attiré un carnet d'ordres de 10 Mds€ pour une nouvelle AT1 émise quelques jours plus tard. **L'amélioration des notations s'est poursuivie en mars** : plusieurs banques grecques ont été relevées par Moody's à la suite du relèvement de la note souveraine à IG. Fitch a également relevé la note de la Bank of Cyprus à BBB-. S&P a relevé les notes principales de la BCP à BBB+ et de la Caixa Geral à A-, et a relevé d'un cran la plupart des banques espagnoles, telles que Sabadell à A- et Abanca à BBB.

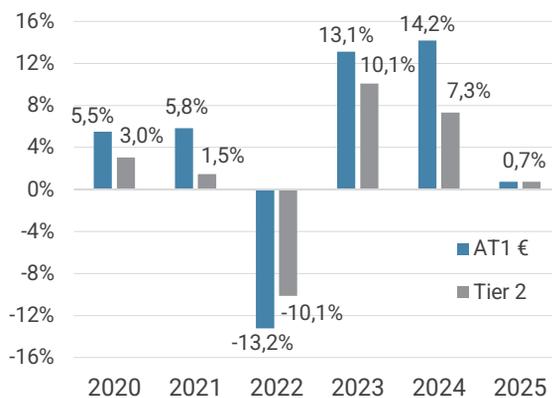
31 mars 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	95 bps	+8 bps	-0,67%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	163 bps	+16 bps	-0,75%
Banks AT1 EUR (I30904EU)	361 bps	+45 bps	-1,79%

## Rendement et performances (à fin mars 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



# Perspectives

## Environnement de marché

- Les spéculations de rebond de la croissance européenne à la suite des annonces des plans d'infrastructure et de réarmement allemand et européens n'auront été que de courte durée. En effet, l'incertitude s'est transformée en cauchemar pour certaines économies, à la suite de la décision d'augmentation des droits de douane de l'administration Trump. Cette stratégie est déstabilisante pour les investisseurs, qui ont cédé des actifs risqués au profit des marchés de dettes de haute qualité. Les investisseurs ont d'ailleurs intégré plus de quatre baisses de 25 bps de la part de la Réserve Fédérale sur l'année 2025 dans le sillage de la remontée du risque de récession. S'il est difficile à ce stade d'imaginer le nombre exact de baisses que la Fed pourrait déployer, cette dernière pourrait dans tous les cas être moins attentiste qu'anticipé. En effet, l'approche dure de l'administration américaine vise sans doute à aborder de futures négociations commerciales avec une position de force, mais beaucoup d'entreprises sont peut-être déjà en train de subir la dégradation des relations commerciales faisant grandir le spectre de la récession. Il est cependant peu probable qu'une intervention rapide soit réalisée, la Fed voyant toujours un marché du travail dynamique et des risques haussiers sur l'inflation en lien avec les mesures annoncées.
- Sur le marché du crédit, les spreads se sont écartés depuis début mars, offrant un portage élevé sur les différentes sous-classes d'actifs obligataires. Nous continuons à privilégier les maturités courtes et intermédiaires. Des flux sortants ont été observés récemment, notamment sur le High Yield. Les publications du premier trimestre seront à surveiller dans ce contexte d'incertitudes, aussi bien sur le plan géopolitique qu'économique.

## Positionnement

- **Duration** : Long UK, Neutre Euro et US, Short Japon.
- **Crédit** : Neutre sur le Crédit Investment Grade, le haut rendement et les dettes subordonnées.
- **Maturité** : Préférence pour les maturités courtes à intermédiaires.
- **Secteurs** : Banques, télécoms, santé.

# Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 22 avril 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](https://lazardfreresgestion.fr)

   Lazard Frères Gestion

**LAZARD**  
FRÈRES GESTION