

The background of the left side of the page features a complex financial data visualization. It includes a grid of numbers, some in green and some in yellow, with plus signs indicating positive values. Overlaid on this are various line graphs and bar charts in shades of blue and green. The overall aesthetic is that of a modern financial dashboard or data analysis tool.

• MAI 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 d'avril a été caractérisé par une forte volatilité sur les marchés financiers, les conséquences du « Liberation Day » provoquant notamment de forts mouvements sur les obligations souveraines américaines. Le taux des obligations US à 10 ans s'est tendu de près de 50 bps à 4,60% alors que le dollar se dépréciait contre toutes les devises. Au fil du mois, les publications des données économiques ont été reléguées au second plan, mais la désescalade des tensions a redonné espoir aux investisseurs grâce à une suspension de 90 jours des droits de douane réciproques (hors Chine). En fin de mois, des signaux positifs tels que des promesses de réduction de droits de douane par l'administration Trump, une ouverture de la Chine sur les négociations et des résultats solides de la « tech » ont amélioré le sentiment des investisseurs. Le FMI a abaissé ses prévisions de croissance mondiale pour 2025 (2,8%) et 2026 (3%), avec une révision notable pour les États-Unis à 1,8% (-0,9%).

## Evolution des taux et performances

La performance du marché global des dettes souveraines est positive sur le mois (+1,05%), aidée par la performance des dettes de la zone euro (+1,96%) dans un mouvement de détente des rendements et de pentification des courbes. Le taux allemand à deux ans se détend de 36 bps à 1,69% et la courbe 2 ans / 10 ans se pentifie de +7 bps à 76 bps. Les obligations américaines ont finalement enregistré une performance positive (+0,63%), le taux à deux ans se détendant de 28 bps à 3,60% alors que le taux à dix ans ne baisse que de 4 bps à 4,16%. Au sein de la zone euro, les spreads se sont légèrement écartés entre 2 et 6 bps contre la dette allemande, après une tension d'environ 25 bps sur les dettes périphériques. La performance 2025 du marché global des dettes souveraines reste positive (+1,44%).

## Banques centrales

En zone euro, la BCE a abaissé son taux de dépôt de 25 bps à 2,25%, en ligne avec les anticipations de marché. Tout en réitérant sa dépendance aux données économiques pour ses prochaines décisions, Christine Lagarde est apparue un peu plus « dovish » qu'anticipé en insistant sur les risques baissiers pour la croissance européenne. La Banque du Canada a maintenu sans surprise ses taux à 2,75%. Au Japon, statu quo de la BoJ qui a maintenu ses taux à 0,5% le 1<sup>er</sup> mai en raison de l'incertitude liée aux négociations commerciales. L'institution a revu ses anticipations de croissance et d'inflation à la baisse pour les années 2025 et 2026. À fin avril, les investisseurs intègrent sur l'année 2025 environ 80 bps de baisse de taux de la Fed, près de 61 bps pour la BCE et 92 bps de la part de la Bank of England.

## Banques centrales

30 avril 2025	Taux directeurs	Prochaines réunions
<b>BCE</b> (taux de dépôt)	2,25% (-25 bps)	5 juin 24 juillet
<b>Fed</b>	4,25% - 4,50% (inchangé)	7 mai 18 juin
<b>BoJ</b>	0,50% (inchangé)	17 juin 30 juillet
<b>BoE</b>	4,50% (inchangé)	8 mai 19 juin

## Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation MTD
Allemagne	2,74%	-29 bps
France	3,45%	-29 bps
Italie	3,87%	-30 bps
Espagne	3,37%	-26 bps
Grèce	3,55%	-27 bps
États-Unis	4,21%	-4 bps
Japon	1,49%	-18 bps
Canada	2,97%	+12 bps
Australie	4,38%	-22 bps

# Crédit Corporate Investment Grade

**Performances et spreads** : Le mois d'avril a été sismique sur les marchés financiers. Les tensions du début du mois se sont progressivement atténuées et les marchés se sont redressés, terminant avec des performances positives grâce à la baisse générale des taux et, dans une moindre mesure, au portage. Malgré un retracement des spreads à partir du 10 avril (50%), les marges de crédit terminent le mois à l'écartement : **+14 bps pour les Senior** et **+19 bps pour les hybrides**. La classe d'actifs affiche une performance de +1,0% grâce à un effet taux fortement positif.

**Marché primaire** : L'activité primaire a été très faible début avril, mais l'apaisement progressif des tensions s'est accompagné d'une offre primaire abondante avec un pic des volumes au cours de la dernière semaine d'avril. Au total, **26 milliards d'euros** ont été émis sur le mois, en légère baisse seulement par rapport à avril 2024. L'offre en mai devrait être importante, même en tenant compte des jours fériés, tant que les conditions de marché le permettront.

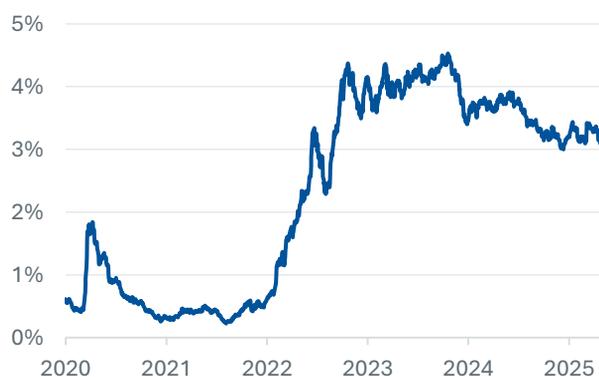
**Secteurs** : Tous les secteurs sont à l'écartement sur le mois, avec une **surperformance des utilities et des transports** et une **sous-performance du secteur automobile et du retail**.

**Fondamentaux** : La saison des publications du T1 2025 a débuté. Les résultats sont dans l'ensemble en ligne avec les attentes. Dans l'immobilier, le ton était positif avec des résultats solides et certaines perspectives revues à la hausse. À l'inverse, les émetteurs du secteur automobile ont fait état de publications décevantes avec des résultats inférieurs aux attentes et une suspension des perspectives 2025. Côté notations, S&P a dégradé Aeroporti Di Roma de BBB à BBB- et Aroundtown de BBB+ à BBB, Moody's a abaissé la notation de Whirlpool de Baa3 à Ba1 en la faisant passer en High Yield, et Fitch a abaissé la note de Stellantis de BBB+ à BBB, en réhaussant en revanche d'un cran la note de Klépierre à A-.

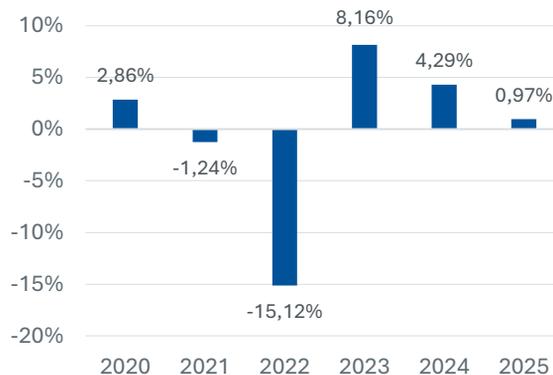
30 avril 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	106 bps	+15 bps	+0,99%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	197 bps	+19 bps	+0,33%
iTraxx Main	68 bps	+5 bps	

## Rendement et performances (à fin avril 2025)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



# Crédit Corporate High Yield

**Performances et spreads** : La classe d'actifs a enregistré une performance de **+0,21%** en avril malgré une forte volatilité. Les spreads se sont écartés de 112 bps au cours des dix premiers jours d'avril, avant de se replier pour clôturer à 389 bps (**+42 bps sur le mois**). À l'inverse, les taux ont reculé (-35 bps sur le 5 ans allemand). L'aversion au risque a conduit à une performance négative sur les notations CCC.

**Marché primaire** : Le marché primaire était timide avec **6,7 milliards d'euros** d'émissions, principalement des opérations de refinancement.

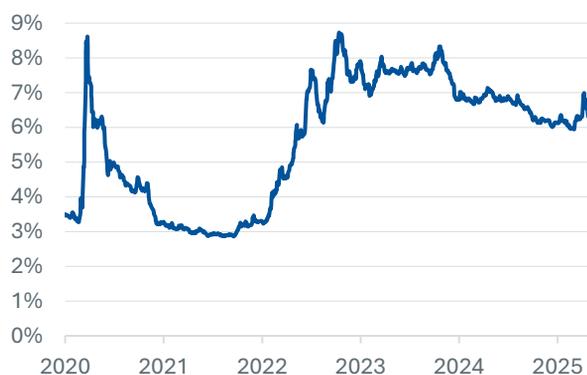
**Secteurs** : Les **télécommunications** enregistrent la plus forte progression, portées par la bonne nouvelle selon laquelle Eutelsat bénéficierait d'une augmentation de capital de l'État français. Les **services** se positionnent en deuxième place grâce à une publication de résultats satisfaisante de Rexel. La **santé** progresse également en raison de sa nature défensive. À l'opposé, l'**industrie de base** baisse le plus en raison des inquiétudes liées à la demande globale potentiellement affectée par les droits de douane américains. L'**énergie** enregistre également une baisse importante en raison de la chute des prix du pétrole.

**Fondamentaux** : Côté rating, les actions défavorables se poursuivent pour le secteur automobile. Fitch a détérioré le rating de **Nissan** de BB+ à BB avec des perspectives négatives. S&P a procédé à une double dégradation de **ZF** de BB+ à BB- après des résultats montrant des ratios de crédit sensiblement plus faibles que prévu. Moody's a révisé la perspective d'**Antolin** et d'**Ineos Quattro** à négative et a dégradé le rating d'**ams OSRAM** à B3, tout en révisant la perspective d'**Iliad** à positive. S&P a par ailleurs révisé la perspective de **Verisure** à positive en raison de sa forte trajectoire de croissance et de son désendettement anticipé en vue d'une potentielle introduction en bourse.

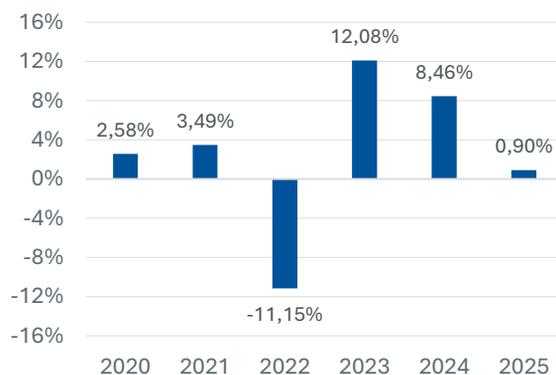
30 avril 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	387 bps	+42 bps	+0,21%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	240 bps	+21 bps	+0,15%
iTraxx Crossover	350 bps	+22 bps	

## Rendement et performances (à fin avril 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



# Dettes Financières

**Performances et spreads** : Le mois d'avril a été volatil, mais avec la baisse des taux, **les performances mensuelles sont positives sur presque tous les segments**. Les Senior des banques et assureurs gagnent +1,0%/+1,1%, les Tier 2 IG +0,8%, les Subordonnées d'assurance +0,7%, tandis que les AT1 ont terminé stables (AT1 en €) ou légèrement négatifs à -0,3% (AT1 toutes devises). On notera que **les spreads ont récupéré 60% de leur écartement de début avril, mais ont tout de même fini plus écartés** : +10 bps pour les Seniors, +20 bps pour les Tier 2 IG et +45 bps pour les AT1.

**Marché primaire** : Cette partie du marché a été très calme après la chute des marchés au début du mois, suivie des périodes de blackouts liées à la publication des résultats du T1 25. **Les rares émissions réalisées ont été bien accueillies** et émises avec peu ou pas de prime de nouvelle émission (NIP), ce qui montre la disponibilité des liquidités prêtes à être investies.

**Fondamentaux** : Les établissements européens ayant publié leurs résultats ont affiché de très bonnes performances. **BNPP** a enregistré un profit net de 2,95 milliards d'euros (-5% en glissement annuel), **Bankinter** 270 millions (+35%), **Mapfre** 276 millions (+28%), **Nordea** 1,2 milliard (-9%). Les opérations de M&A restent d'actualité malgré la crise : **Mediobanca** a lancé une OPA pour acquérir **Banca Generali**. **Baloise** et **Helvetia** vont créer le deuxième plus grand assureur suisse. **Ageas** a acquis **esure** au Royaume-Uni, **Banco BPM** a réussi à obtenir 90% du capital d'**Anima** et **BBVA** a reçu l'approbation pour acheter **Sabadell**. **Les agences de notation ont continué à procéder à des relèvements de notes** : Fitch et Moody's ont amélioré la note de mBank à BBB / Ba1. Bank Millennium a été relevée à Ba1 et OTP Bank a été rehaussée à BBB par S&P. La Grèce a été rehaussée à BBB par S&P et les banques grecques ont vu leur note relevée d'un cran par Fitch : NBG et Eurobank à BBB-, Piraeus et Alpha Bank à BB+. Swedbank a été relevée à Aa2.

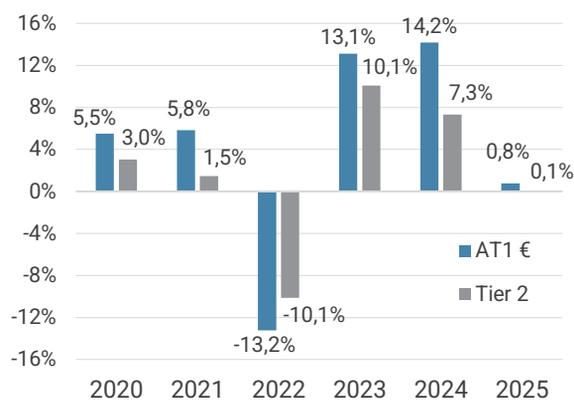
30 avril 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	106 bps	+10 bps	+1,00%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	183 bps	+20 bps	+0,75%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	406 bps	+45 bps	+0,03%

## Rendement et performances (à fin avril 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



# Perspectives

## Environnement de marché

- Les signaux de désescalade envoyés par l'administration américaine sont pour l'instant ignorés par les marchés de dettes souveraines dont les taux restent bas.
- Après un élargissement significatif des spreads de crédit début avril, ces derniers se sont resserrés durant la seconde moitié du mois, bien qu'ils n'aient pas encore retrouvé leurs niveaux de début d'année. Les rendements sur le marché du crédit demeurent attractifs. Du côté des résultats financiers, les banques continuent de publier des performances très solides, tandis que les entreprises affichent globalement des résultats corrects, malgré quelques ajustements à la baisse ou retraits de prévisions pour 2025, particulièrement dans le secteur automobile, en raison des incertitudes liées aux droits de douane. Dans ce contexte, nous maintenons une approche constructive vis-à-vis du crédit, avec une préférence pour les maturités courtes à intermédiaires.
- Jusqu'à présent, la dégradation dans les données économiques dites « dures » n'a pas encore été visible de part et d'autre de l'Atlantique. Cet impact pourrait nécessiter un peu de temps avant d'être visible, ce qui va compliquer la lecture des banques centrales à court terme. Dans ce contexte, la Réserve Fédérale préférera probablement adopter une posture d'attente. La BCE pourra aussi attendre quelques mois pour éventuellement passer ses taux nettement en-dessous du bas de sa fourchette de taux neutre de 1,75% - 2,25%. On notera que les taux des maturités courtes sont probablement à risque sans détérioration rapide des données. À l'inverse, des stratégies de portage sur les actifs à spreads peuvent encore avoir de la valeur.

## Positionnement

- **Duration/Taux** : UK (=/+), US, (=/+), Euro (=), Japon (=) , inflation US (+).
- **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 14 mai 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