

• JUIN 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

En mai, la désescalade commerciale s'est poursuivie avec un accord entre la Chine et les États-Unis. La dégradation de la notation des États-Unis par Moody's à Aa1 a toutefois ajouté à la pression haussière des rendements américains. Le mois de mai aura été un test mitigé pour les émissions de dettes souveraines de maturités longues, avec une demande en net retrait reflétant la prudence des investisseurs face au déficit public et à la gestion de la dette de certains Etats. Sous pression, les rendements des obligations américaines et japonaises à trente ans ont atteint respectivement 5,15% et 3,20% avant de se stabiliser. En fin de mois, l'annonce de droits de douane américains de 50% sur les produits européens a eu un impact limité sur les marchés de taux, cette mesure ayant été reportée au 9 juillet après discussions.

Evolution des taux et performances

La performance du marché global des dettes souveraines a été négative en mai (-0,71%), aidée par la performance légèrement positive des dettes de la zone euro (+0,13%) alors que le marché souverain américain a délivré une performance négative (-0,90%). Le taux allemand à deux ans s'est tendu de 9 bps à 1,78%, la courbe 2 ans / 10 ans s'aplatissant de 3 bps à 72 bps. Au sein de la zone euro, les écarts de rendement se sont légèrement contractés. Le spread OAT-Bund à 10 ans s'est détendu de 3 bps, et les obligations italiennes ont surperformé d'environ 10 bps contre la dette allemande. Le taux des obligations américaines à deux ans est remonté de 29 bps à 3,90% alors que le taux à dix ans a rebondi de 24 bps à 4,40%. La performance depuis le début de l'année du marché global des dettes souveraines couvert en devise euro est positive de +0,77%.

Banques centrales

La BCE n'a pas tenu de réunion en mai, mais a de nouveau baissé ses taux de 25 bps le 5 juin. La Fed continue de maintenir ses taux inchangés dans une fourchette comprise entre 4,25% et 4,50%, soulignant les risques d'augmentation du chômage et de rebond de l'inflation. La Banque du Japon a maintenu en mai ses taux à 0,5% en raison d'une incertitude élevée sur les négociations commerciales, et a revu à la baisse ses anticipations de croissance et d'inflation pour 2025 et 2026. De leur côté, la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque Centrale d'Australie (RBA) ont abaissé leur taux directeur de 25 bps à 4,25% et 3,85% respectivement face à la réduction des pressions inflationnistes. Au 10 juin, les investisseurs intégraient d'ici la fin de l'année des baisses de taux d'environ 50 bps pour la Fed et 25 bps pour la BCE.

Banques centrales

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

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation MTD
Allemagne	2,50%	+6 bps
France	3,16%	-1 bps
Italie	3,48%	-8 bps
Espagne	3,09%	-2 bps
Grèce	3,24%	-5 bps
États-Unis	4,40%	+24 bps
Japon	1,49%	+18 bps
Canada	3,20%	+11 bps
Australie	4,26%	+9 bps

Crédit Corporate Investment Grade

Performances et spreads : Les marges de crédit se resserrent en mai sur l'ensemble de la structure de capital (-11 bps sur les Seniors et -15 bps sur les hybrides) dans un contexte d'apaisement des différends commerciaux. Le segment IG affiche une performance légèrement positive sur le mois à **+0,44%** grâce au resserrement des spreads et au portage.

Marché primaire : Ce fut un mois de mai record pour les Corporate IG, avec environ **63 milliards d'euros émis**, largement absorbés et avec des carnets d'ordres sursouscrits en moyenne 3 fois, reflétant la solidité et la profondeur du marché. Les formats Green ont représenté 17% des émissions avec notamment **Volkswagen** et **Iberdrola**. Le segment hybride était également dynamique avec des émissions d'**EDP**, **Arkema**, **Volkswagen** et **Südzucker**. Sur les noms *crossover*, **Abertis**, **Prysmian** et **Air France-KLM** sont également venus sur le marché avec succès.

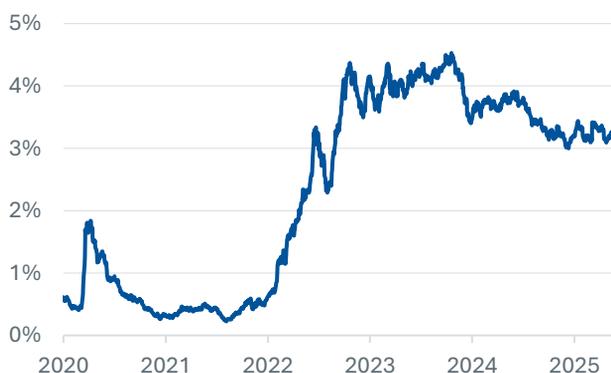
Secteurs : L'ensemble des secteurs était au resserrement avec une surperformance de l'**automobile**, de l'**immobilier** et des **médias** qui retracent la majorité de leur écartement du mois d'avril. À l'inverse, la santé et les biens de consommation sous-performent.

Fondamentaux : La saison des résultats du T1 2025 se poursuit, globalement en ligne avec les attentes. Côté notations, Fitch a relevé la notation d'**Airbus** d'un cran à A en raison de l'amélioration de ses performances opérationnelles. **Sanofi** a également vu sa note réhaussée de A1 à Aa3 par Moody's. À l'inverse, l'agence dégrade la note de **Stellantis** d'un cran à Baa2. **Südzucker** a également été dégradé par S&P à BBB- en raison d'une baisse significative de son EBITDA et plus généralement à cause d'un marché du sucre compliqué. Par ailleurs, après S&P et Moody's, Fitch a dégradé la notation de Whirlpool en catégorie HY.

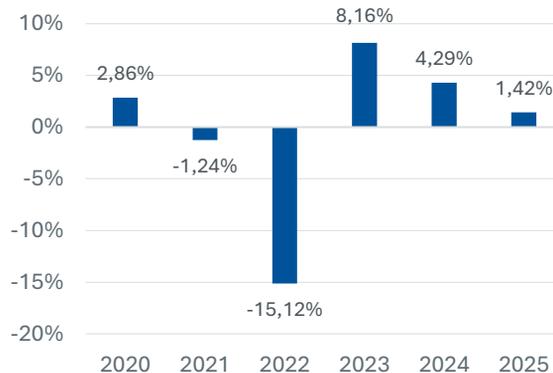
31 mai 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	96 bps	-11 bps	+0,44%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	182 bps	-14 bps	+0,97%
iTraxx Main	58 bps	-10 bps	

Rendement et performances (à fin mai 2025)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : La classe d'actifs a progressé de **+1,35% en mai**, portée par un **fort resserrement des primes de risque** (-51 bps) et le portage, alors que les taux souverains ont connu une légère tension (+8 bps sur le 5 ans allemand). Ainsi, tous les compartiments de ratings ont été en hausse, avec une surperformance des notations B.

Marché primaire : Le marché primaire a été très dynamique avec près de **16 Mds€ de nouvelles émissions**, un volume record (deuxième mois le plus riche en nouvelles émissions après octobre 2024). Ce volume a été bien absorbé par les investisseurs.

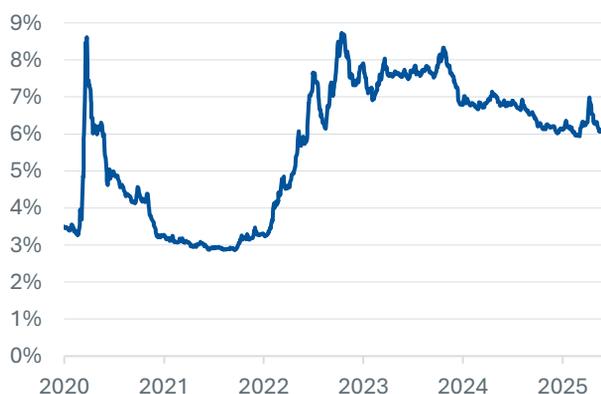
Secteurs : **Tous les secteurs étaient dans le vert au mois de mai.** Le secteur de l'**énergie** (Pemex, Consolidated Energy) enregistre la meilleure performance grâce au rebond du prix du pétrole, suivi par le secteur **immobilier** (Foncia, Branicks) qui a bénéficié de la reprise des transactions immobilières. Le secteur **automobile** (Antolin, Forvia) progresse également grâce aux aménagements prévus pour les tarifs douaniers portant sur les pièces automobiles destinées à être assemblées dans un véhicule produit aux États-Unis.

Fondamentaux : Dans l'actualité, plusieurs mouvements stratégiques ont animé le secteur des **télécommunications** avec un nombre important de projets d'acquisitions/cessions d'actifs. Dans le secteur des satellites, **Eutelsat** chercherait à lever plus d'1,5 Md€, doublant la participation de l'Etat Français. Côté ratings, on note plusieurs révisions à la hausse dans le secteur des **loisirs**. Plusieurs mouvements positifs ont également été effectués dans le secteur de la **santé**. En revanche, on note encore des mouvements défavorables dans le secteur **automobile**. S&P et Moody's ont notamment abaissé les perspectives de stables à négatives pour Volvo Car.

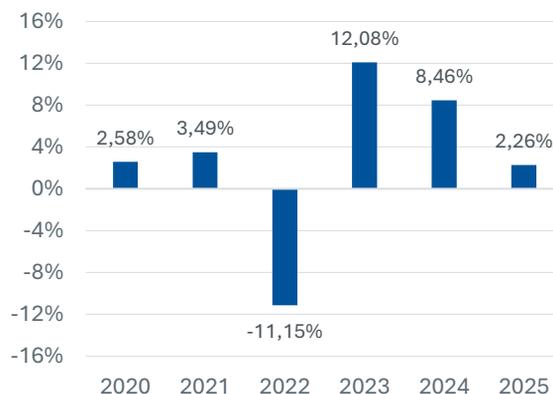
31 mai 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	336 bps	-51 bps	+1,35%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	229 bps	-17 bps	+1,01%
iTraxx Crossover	300 bps	-50 bps	

Rendement et performances (à fin mai 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : Les spreads bancaires se sont resserrés en mai : -14 bps sur les Senior, -20 bps sur les Tier 2, et -41 bps sur les AT1 (-30 bps AT1€). Les assureurs ont connu un resserrement de -11 bps sur les Senior et -21 bps sur les Subordonnées. Cela s'est traduit par une **performance positive sur l'ensemble de la structure de capital** : +0,5% pour les Seniors, +0,7% pour les Tier 2, +1,6% pour les AT1 (+1,7% pour les AT1€), et respectivement +0,4% et +1,1% pour les Seniors et Subordonnées d'assurance.

Marché primaire : Dans ce contexte, le marché primaire a été particulièrement actif post-publication des résultats, et bien absorbé avec des carnets d'ordres solides.

Fondamentaux : Les résultats du premier trimestre 2025 des institutions financières européennes ont continué d'être excellents, côté banques comme assurances, avec des RoTE entre 10% et 16% en moyenne, avec à ce stade des prévisions qui ne sont pas affectées par les droits de douane. En matière de fusions-acquisitions, **Santander** a rejeté l'offre de NatWest pour sa banque de détail britannique, tandis qu'**Erste Bank** a acquis une participation de 49% dans Santander Bank Polska. Au Royaume-Uni, **Chesnara** envisage le rachat de l'activité assurance-vie de HSBC UK, et **Crédit Agricole** a pris une participation de 9,9% dans la banque belge Crelan. En Islande, **Kvika banki** a reçu des indications d'intérêt d'Arion Banki et Islandbanki, et **UniCredit** a augmenté sa participation dans Alpha Bank à environ 20%. **Les agences de notation ont continué à procéder à des relèvements de notes** : Moody's a relevé la note de Bank of Cyprus à A3, BCP à A2, Novo Banco à Baa1, Monte dei Paschi à Baa1. Fitch a relevé la note de Bank of Ireland à A- et Permanent TSB à BBB, Bank Millennium à BBB-, tout en plaçant sous surveillance évolutive la note de Mediobanca en raison des incertitudes liées au M&A (rachat par Monte ou bien rachat de Banca Generali).

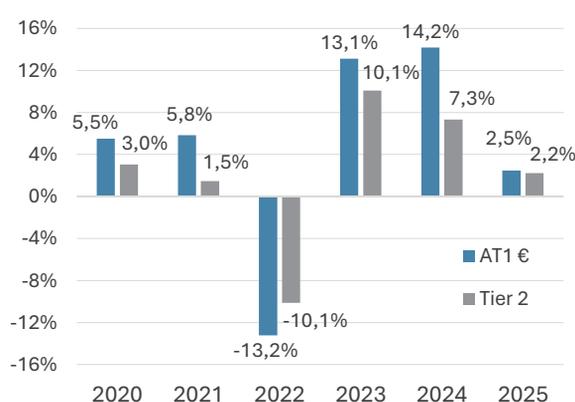
31 mai 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	92 bps	-14 bps	+0,48%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	163 bps	-20 bps	+0,72%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	368 bps	-38 bps	+1,71%

Rendement et performances (à fin mai 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Perspectives

Environnement de marché

- Au cours du mois de mai, le marché souverain a intégré un regain d'optimisme sur le front de la guerre commerciale, mais a également fait preuve d'une grande méfiance à l'égard des obligations de maturités très longues de certains Etats.
- **Aux Etats-Unis**, le projet de loi fiscale et son impact sur la gestion des déficits ne semble pas rassurer les investisseurs à ce stade. Il est donc probable qu'une prime de terme persiste sur les semaines et mois à venir. Il va être crucial pour le Trésor américain de s'assurer de sa capacité à placer des émissions longues à un prix limitant la hausse du coût de la dette.
- **Au Japon**, deux émissions sur des parties longues ont déçu, faisant spéculer les investisseurs une éventuelle intervention de la BoJ qui semble peu probable. Une réduction du programme d'émissions sur cette partie de courbe de la part du Trésor semble plus crédible, l'absence de demande étant notable jusqu'à présent.
- Cette défiance dépasse les Etats-Unis et le Japon et une forte pentification des courbes a également été constatée **en zone euro**. Même si le mouvement de pentification globale des courbes de taux devrait se poursuivre, il semble que la zone euro bénéficie d'un meilleur soutien pour ces obligations de maturités longues avec une BCE qui devrait poursuivre ses baisses de taux dans les mois à venir.
- **Les flux entrants sont de nouveau positifs** sur les classes d'actifs crédit depuis fin avril et cette dynamique devrait, selon nous, continuer. Les fondamentaux restent sains et solides. Dans ce contexte, nous restons constructifs sur le marché du crédit dans son ensemble, **les rendements étant toujours attractifs avec des spreads de crédit cependant serrés**. Nous continuons de privilégier les maturités courtes et 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 11 juin 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