

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', '+10.09', '+5.09', and '+5.63' are overlaid on the charts.

• OCTOBRE 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 septembre aura confirmé le ralentissement du marché de l'emploi aux Etats-Unis. En effet celui-ci semble se dégrader plus rapidement que prévu avec 22.000 créations de postes en août, contre 75.000 anticipées, et un taux de chômage en légère hausse à 4,3%. **Ces incertitudes ont incité la Fed à baisser son taux directeur de 25 bps après une longue pause.** L'inflation, qui reste modérée, devrait permettre de poursuivre cet ajustement avec probablement deux baisses de 25 bps d'ici la fin de l'année. Dans ce contexte, le taux à 10 ans américain a reculé de 8 bps en septembre, alors même que les annonces de droits de douane se sont poursuivies (le bois, les films étrangers...). **En zone euro, l'activité résiste et le marché du travail reste vigoureux.** L'inflation globale pour le mois d'août ressort à 2% en glissement annuel, avec une inflation sous-jacente à 2,3%. En amont de la période de débats budgétaires, la dette souveraine de **la France a été dégradée par Fitch à A+, perspective stable.** L'agence acte donc le passage d'une qualité élevée à une qualité moyenne de la dette française en mentionnant une instabilité politique affaiblissant la capacité à mettre en œuvre une consolidation budgétaire d'ampleur. À l'inverse, **Fitch a revu la notation du Portugal de A- à A (perspective stable) et relevé la note de l'Italie à BBB+ et de l'Espagne à A (perspective stable).**

Evolution des taux et performances

La performance du marché global des dettes souveraines en euro a été positive en septembre **(+0,45%)**, aidée par la détente des taux longs et un resserrement des spreads. Le spread BTP-Bund à 10 ans a baissé de 4 bps à 82 bps, alors que le spread OAT-Bund à 10 ans s'est tendu de 3 bps à 82 bps. La performance des dettes américaines (+0,46%) a également été aidée par la détente des maturités longues (-8 bps pour le taux à 10 ans et -20 bps pour le taux à 30 ans). La performance du marché global des dettes souveraines (en euro) est positive de **+1,34% YTD.**

Banques centrales

Aux Etats-Unis, la Fed a donc repris ses baisses de taux (-25 bps le 17 septembre). Les membres du FOMC anticipent encore deux baisses de taux de 25 bps cette année, mais restent prudents pour la suite en raison d'une inflation qui reste élevée. Cette prudence suggère un ajustement ponctuel plutôt qu'un vrai cycle de baisses de taux. La BCE et la BoE ont quant à elles maintenu leurs taux directeurs aux niveaux actuels. La BCE semble proche de la fin de son cycle d'assouplissement, Christine Lagarde ayant rappelé que le niveau actuel des taux était approprié. La BoE conserve son approche « progressive et prudente » en raison d'une inflation toujours élevée, et a annoncé une réduction de son bilan de 70 milliards de livres sur 12 mois à partir d'octobre, contre près de 100 milliards actuellement.

Banques centrales

30 sept. 2025	Taux directeurs	Prochaines réunions
BCE (taux de dépôt)	2,00% (inchangé)	30 oct. 18 déc.
Fed	4,00% - 4,25% (-25 bps)	7 oct. 10 déc.
BoJ	0,50% (inchangé)	30 oct. 19 déc.
BoE	4,00% (inchangé)	6 nov. 18 déc.

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation sept.
Allemagne	2,71%	-1 bp
France	3,53%	+2 bps
Italie	3,53%	-5 bps
Espagne	3,26%	-7 bps
Grèce	3,40%	-2 bps
États-Unis	4,15%	-8 bps
Japon	1,64%	+5 bps
Canada	3,18%	-19 bps
Australie	4,30%	+2 bps

Source : Bloomberg, au 30 septembre 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 spreads de crédit se sont resserrés sur les Seniors (-4 bps) et de manière plus marquée sur les hybrides (-14 bps). Malgré un contexte de légère tension des taux sur le 5 ans allemand et d'aversion au risque français en début de mois, le segment affiche une performance positive de **+0,39%** en septembre grâce à la composante spread.

Marché primaire : L'offre était très soutenue en septembre avec environ **46 Mds€ émis**, lesquels ont été bien absorbés avec des carnets d'ordres sursouscrits plus de 3 fois en moyenne. **Heineken** a notamment émis une multi-tranche pour 2 Mds€ afin de financer l'acquisition de FIFCO. Dans le secteur de l'immobilier, **Aroundtown** a émis 850 M€ avec une maturité 5 ans. Sur le segment hybride, **Evonik** a présenté une obligation green pour 500 M€, **Danone** est venu à l'émission avec une hybride perpétuelle pour 500 M€ et **URW** a émis une nouvelle hybride perpétuelle de 685 M€ dans une optique de refinancement.

Secteurs : L'ensemble des secteurs était au resserrement, avec une surperformance des secteurs de la **distribution** (-9bps), de l'**énergie** (-7bps) et de la **consommation** (-6bps).

Fondamentaux : Côté valeurs, on retiendra les avertissements sur résultats d'**Evkonik** (chimie), **Porsche AG** et **Volkswagen** (automobile). Au sein des Utilities, **Ørsted** a obtenu en justice l'autorisation de reprendre la construction du parc éolien offshore Revolution Wind, suspendu en août, ce qui lève une incertitude alors que le projet est déjà achevé à 80%. Du côté des notations, Moody's a abaissé la note de **Suedzucker AG** de Baa2 à Baa3. À l'inverse, l'agence a relevé les notes d'**Airbus** et **EssilorLuxottica** (A1/stable). Sur les transports, Fitch a relevé la note d'**Aeroporti di Roma** de BBB- à BBB, avec une perspective stable. Cette amélioration fait suite à la hausse de la note de **Mundys S.p.A. EasyJet** a également été récompensé par S&P avec un relèvement de sa notation à BBB+ avec une perspective stable grâce à sa robuste performance opérationnelle, son bilan solide et son excellent profil de liquidité.

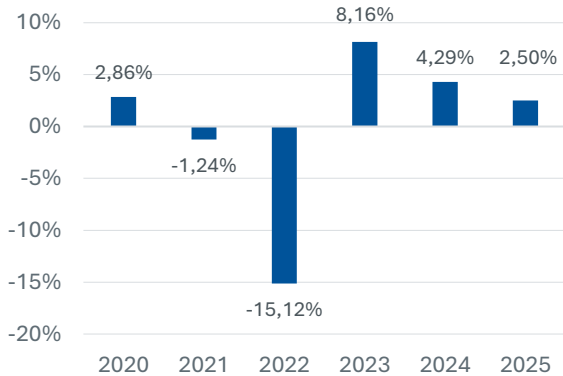
30 septembre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	77 bps	-4 bps	+0,37%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	144 bps	-14 bps	+0,75%
iTraxx Main	56 bps	0 bps	

Rendement et performances (à fin septembre 2025)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : Le segment a enregistré une bonne performance en septembre (+0.58%) grâce essentiellement au portage. Le resserrement des spreads (-13 bps) a été partiellement compensé par une légère tension sur le 5 ans allemand (+6 bps). On notera une meilleure performance des crédits notés B alors que les crédits CCC sont dans le rouge.

Marché primaire : Le marché primaire a été particulièrement actif avec **20,7 Mds€ émis** en septembre, soit le 2ème mois le plus actif cette année après juin. Il y a eu peu d'impact sur le marché secondaire car les nouvelles obligations ont eu principalement vocation à refinancer des dettes existantes et se sont concentrées sur des notations BB.

Secteurs : Le secteur de **l'énergie** a été porté par Viridien et Pemex qui devrait recevoir des aides gouvernementales mexicaines pour rembourser ses dettes. La **technologie** progresse grâce à Atos qui s'est associé à la Garde nationale française dans le cadre d'une initiative de défense. L'immobilier bénéficie de la stabilisation des valorisations et des anticipations de baisse des taux. À l'opposé, seul le secteur du transport est dans le rouge.

Fondamentaux : Côté news, l'actualité des fusions-acquisitions est restée riche. Parmi les dossiers qui ont animé le mois de septembre se trouvent **Telefónica-Vodafone Spain, Elior-OnePlace, Orange-MasOrange** ou encore **Paramount Skydance-Warner Bros Discovery**, ce qui a entraîné un rallye sur les obligations de Warner Bros. À noter également les dossiers **CapVest Partners-Stada, Dorf Ketal-Italmatch** et **Blackstone/EQT-Urbaser**. Côté rating, Moody's a relevé **InPost** à Ba1, Fitch a amélioré la notation de **Mundys** à BB+ et **Assemblin** a été relevé par S&P à B+. À l'inverse, Fitch a révisé la perspective d'**Evoca**. Moody's a abaissé la notation de **Kantar** à B3, d'**Eramet** à B1 (perspectives négatives), d'**Ineos Group** à B1, d'**Ineos Quattro** à B2 (perspectives négatives également) et de **Cerba** à Caa2.

30 septembre 2025

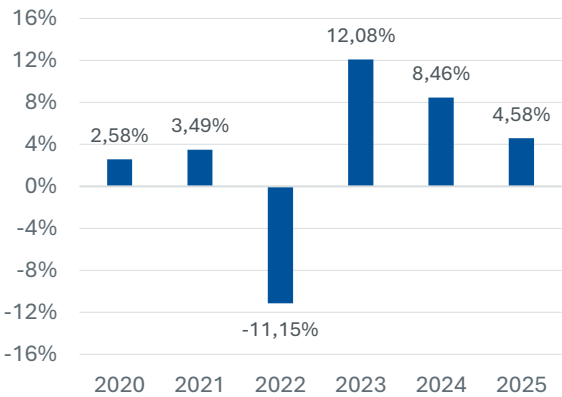
	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	269 bps	-13 bps	+0,58%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	187 bps	-16 bps	+1,08%
iTraxx Crossover	262 bps	-6 bps	

Rendement et performances (à fin septembre 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : Sur le mois, les spreads bancaires se sont resserrés sur l'ensemble de la structure de capital : -6 bps sur les Seniors, -17 bps sur les Tier 2 et -20 bps sur les AT1 (-22 bps pour les AT1 en euros). Sur le secteur de l'assurance, le resserrement était de -1 bp sur les Seniors et de -11 bps sur les Subordonnées. **Les performances sont positives :** les Seniors bancaires affichent +0,3%, Les Tier 2 bancaires +0,7% et les AT1 +1,1% (+1,2% sur les €AT1). Les Seniors d'assurances sont en hausses de +0,2% et les Subordonnées de +0,8%.

Marché primaire : Le marché primaire a été actif, avec l'émission de plusieurs Tier 2 (NordLB, Moneta Bank, Bank of Cyprus, Permanent TSB, Aldermore), mais aussi d'AT1 en dollars (ING, Crédit Agricole, Nordea, Royal Bank of Canada), en euros (Abanca, Raiffeisen Bank, SocGen, Caixabank, RCI Banque) et en livres sterling (Natwest, Vanquis). Du côté des assureurs, SCOR a émis un Tier 2 tandis que Sampo et Generali ont émis un RT1.

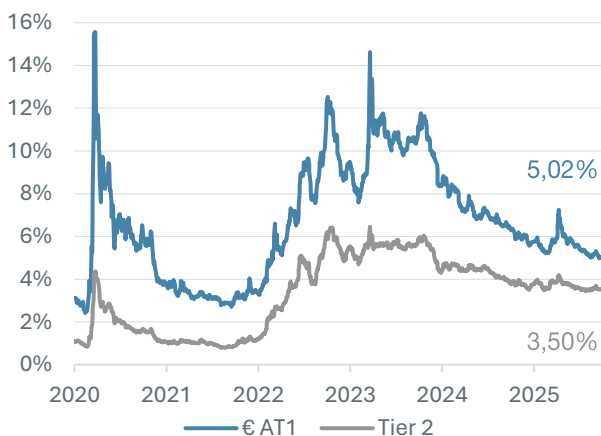
Fondamentaux : La publication des résultats semestriels s'est terminée. **Plusieurs banques présentent toujours d'excellentes performances opérationnelles** (Crédit Mutuel Arkéa +17%, Zopa +256%). **Du côté des assureurs, plusieurs acteurs affichent des bénéfices nets en forte hausse** (Helvetia +23,5%, M&G +£253m, Fidelidade +28%, Baloise +25.5%, Athora +£359m, Groupama +13%, Aéma +63%). Côté M&A, **Sabadell** a une fois de plus rejeté l'offre publique d'achat améliorée de **BBVA**, alors que l'offre de rachat de **Monte dei Paschi** sur **Mediobanca** a finalement été un franc succès, avec un taux de participation favorable de 86%. En Italie, des articles indiquent que **Crédit Agricole** explore des options sur **BPM** tandis qu'aux Pays-Bas, **KBC** a démenti une éventuelle acquisition d'**ABN Amro**. Du côté des notations, S&P a relevé la note de **BBVA** et de **Caixabank** de A à A+. Fitch a relevé la note de plusieurs banques italiennes : **Intesa** (BBB à A-), **Unicredit** (BBB+ à A-) et **Credem** (BBB à BBB+). À la suite de la dégradation de la note de la France par Fitch, **La Banque Postale** a été abaissée d'un cran, tout comme **CNP**.

30 septembre 2025

	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	74 bps	-6 bps	+0,35%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	125 bps	-17 bps	+0,70%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	278 bps	-21 bps	+1,16%

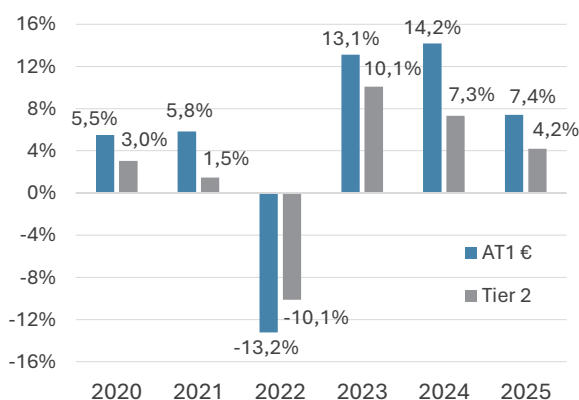
Rendement et performances (à fin septembre 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Lazard Frères Gestion

Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Sources des données : Bloomberg au 30 septembre 2025.

Perspectives

Environnement de marché

- **Aux Etats-Unis, le shutdown est entré en vigueur le 1^{er} octobre.** Certaines données économiques, dont les statistiques de l'emploi, ne seront donc plus publiées. En parallèle, le président menace d'accélérer les coupes de dépenses publiques en guise de pression envers le parti démocrate. La Fed pâtit ainsi d'une visibilité dégradée et potentiellement de risques baissiers sur la croissance. Cette situation valide à court terme le scénario de nouvelles baisses de taux d'ici la fin de l'année.
- **En zone euro, les données publiées au troisième trimestre suggèrent une résilience de l'activité** malgré un contexte de tensions commerciales avec les Etats-Unis. L'automne va ouvrir la saison des débats budgétaires, alors que la fragmentation politique pour certains pays risque de créer des débats interminables et beaucoup de difficultés pour passer le budget. La dette française sera particulièrement scrutée dans ce contexte d'échec politique. Les compromis pour faire adopter le budget limiteront la capacité de réduction du déficit et n'invalident pas la trajectoire de dette, ce qui va peser sur le spread OAT/Bund dont le potentiel de rétrécissement apparaît actuellement limité.
- **Sur le marché du crédit, les fondamentaux restent solides, avec des taux de défaut attendus en recul sur les douze prochains mois.** Les flux entrants demeurent robustes et largement positifs sur l'ensemble des segments, confirmant l'appétit persistant des investisseurs. Les publications du troisième trimestre vont désormais débiter et feront l'objet d'un suivi attentif. Même si les primes de risque crédit restent comprimées, le niveau des taux contribue à maintenir l'attrait de la classe d'actifs. Dans un environnement marqué par un ralentissement de l'économie américaine, nous renforçons notre préférence pour le crédit européen, en particulier sur le High Yield, au détriment du marché américain.

Positionnement

- **Duration/Taux :** UK (+), US (=/+), Euro (=/+), Japon (=).
- **Crédit :** Constructif sur le crédit Investment Grade, le High Yield euro 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 6 octobre 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