

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 bar chart with green and red bars, a candlestick chart, and several line graphs in blue and red. Large, glowing green numbers like '+6.58', '+10.09', '+5.09', and '+5.63' are overlaid on the charts.

• NOVEMBRE 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

Aux États-Unis, les taux souverains sont restés globalement stables, le 2 ans évoluant entre 3,43% et 3,58%, et le 10 ans proche de 4,00%. Les anticipations d'inflation demeurent stables. Côté macroéconomie, l'indice CPI de septembre montre une inflation annuelle à 3%, inférieure aux attentes, et une inflation sous-jacente reculant à 3%. Les minutes de la Fed maintiennent un ton accommodant. Le marché du travail se dégrade, comme en témoignent les destructions d'emplois privés (ADP) et les enquêtes ISM, renforçant un climat attentiste. Sur le plan politique, le contexte s'est assombri avec la poursuite du « shutdown » et l'absence de progrès sur la réforme de l'assurance santé.

En zone euro, les rendements allemands baissent à 1,97% (2 ans) et 2,63% (10 ans). **Les spreads souverains ont légèrement baissé sur le mois malgré des tensions passagères**. Le spread OAT-Bund s'est écarté à 87 bps sur fond d'instabilité politique en France avant de revenir à 79 bps au 31 octobre. Le spread italien s'est détendu de 7 bps (à 75 bps) grâce à un budget rassurant. Les PMI indiquent un léger rebond dans l'industrie et les services, et l'inflation reste modérée à 2,2% en septembre. Le taux de chômage atteint 6,3%.

La performance du marché global des dettes souveraines en euro est positive en octobre (+0,65%). La performance depuis le début de l'année du marché global des dettes souveraines couvert en devise euro est positive de +1.99%.

Banques centrales

Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a baissé son taux de 25 pbs, comme attendu par le marché, ramenant la fourchette cible des Fed Funds dans l'intervalle [3,75% - 4,00%]. Jerome Powell a déclaré qu'une nouvelle baisse des taux en décembre était loin d'être acquise, ce qui a pesé sur les Treasuries. Le FOMC a également annoncé que le processus de réduction du bilan (« quantitative tightening ») entamé il y a plus de 3 ans se terminera au début du mois de décembre. **La Banque du Canada a abaissé ses taux d'intérêt, de 25 points de base à 2,25%**, son niveau le plus bas depuis juillet 2022. **En zone euro, la BCE a maintenu ses taux** (taux de dépôt à 2,00%). La déclaration a peu changé, Christine Lagarde affirmant à nouveau que la politique monétaire était bien positionnée. **La Banque du Japon a maintenu son taux directeur inchangé à 0,50%** pour une sixième réunion consécutive et a relevé ses prévisions de croissance pour l'exercice 2025 à 0,7%, contre 0,6% en juillet. Elle a maintenu ses prévisions d'inflation sous-jacente pour l'exercice 2025 à 2,8%.

Banques centrales

31 oct. 2025	Taux directeurs	Prochaine réunion
BCE (taux de dépôt)	2,00% (inchangé)	18 déc.
Fed	3,75% - 4,00% (-25 bps)	10 déc.
BoJ	0,50% (inchangé)	19 déc.
BoE	4,00% (inchangé)	18 déc.

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation sept.
Allemagne	2,63%	-8 bps
France	3,42%	-11 bps
Italie	3,38%	-15 bps
Espagne	3,14%	-12 bps
Grèce	3,29%	-12 bps
États-Unis	4,08%	-7 bps
Japon	1,66%	+2 bps
Canada	3,12%	-6 bps
Australie	4,30%	0 bp

Source : Bloomberg, au 31 octobre 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 se resserrent sur les Senior (-2 bps) et sur les hybrides (-4 bps). La classe d'actifs affiche une performance positive de +0,74% sur le mois grâce au repli des taux, au portage et à la contribution de la composante spread.

Marché primaire : Le marché primaire est resté actif avec environ **25 Mds€ émis**, lesquels ont été bien absorbés avec des carnets d'ordres sursouscrits en moyenne 4 fois. Plusieurs émetteurs se sont présentés avec des opérations multi-tranches : **Air Liquide** avec une quadruple tranche (2, 4, 7 et 12 ans) pour 2,9 Mds€, **Unilever** avec une double tranche (7 et 12 ans) pour 1,65 Md€ et **Eurogrid** avec une double tranche (4 et 15 ans) pour 1,1 Md€. Sur le segment hybride, **Iberdrola** a émis sa première obligation au format EuGBS pour 1 Md€. **Engie** a émis une double tranche green (NC6.5 et NC9.5) pour 1 Md€. **Abertis**, **Aroundtown** et **BAT** se sont également présentés.

Secteurs : La majorité des secteurs est au resserrement. Les secteurs de la **santé** (-4 bps), de l'**automobile** (-5 bps) et de la **distribution** (-5 bps) surperforment ; l'**immobilier** sous-performe.

Fondamentaux : Le mois d'octobre a été marqué par la publication des résultats du T3 2025 qui étaient globalement positifs. Sur le secteur automobile, les publications sont quelque peu rassurantes. **Stellantis** a enregistré une forte progression de ses ventes tout en maintenant ses objectifs pour l'année. **Volkswagen** a publié des résultats impactés par la baisse des ventes en Chine et aux États-Unis, mais supérieurs aux attentes, avec une guidance annuelle confirmée. **Mercedes-Benz** a vu ses résultats chuter (-70% d'EBIT), mais cela reste supérieur aux attentes et le groupe a confirmé ses prévisions annuelles. Côté luxe, **LVMH** a publié des résultats supérieurs aux attentes grâce à une amélioration de la demande en Chine, tandis que **Kering** a annoncé la cession de ses activités beauté à L'Oréal pour 4 Mds€. Côté rating, S&P a relevé la perspective de **Heimstaden Bostad** de négative à stable, saluant sa discipline financière, son désendettement et la solidité de ses performances opérationnelles, tout en maintenant sa note BBB-.

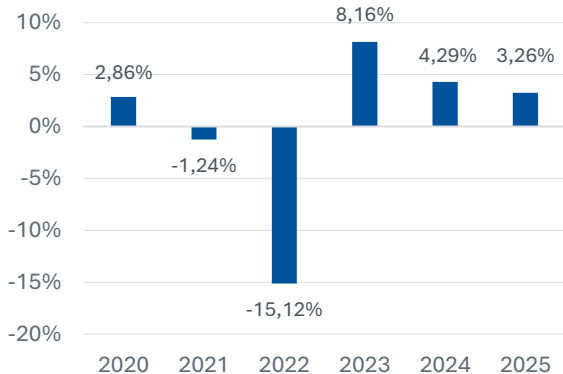
31 octobre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	75 bps	-2 bps	+0,74%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	142 bps	-2 bps	+0,76%
iTraxx Main	55 bps	-1 bp	

Rendement et performances (à fin octobre 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 positive (+0,12%) en octobre, essentiellement grâce au portage. L'écartement de spread de +7 bps a été entièrement compensé par une baisse de taux (-8 bps sur le 5 ans allemand). Les spreads ont grimpé au cours des premiers 10 jours du mois, atteignant jusqu'à 313 bps le 13 octobre, puis se sont resserrés, clôturant à 277 bps. On note une meilleure performance des crédits notés BB alors que les B et les CCC sont restés dans le rouge.

Marché primaire : Le marché primaire a connu un certain ralentissement en octobre par rapport aux mois précédents, avec **8,8 Mds€ d'émissions**, principalement destinées au refinancement.

Secteurs : En termes de secteurs, les meilleures performances ont été observées dans les domaines des **médias** (Tele Columbus, Bertelsmann, Asmodee), du **transport** (Lufthansa, Air France) et de la **technologie** (Trasncom, Atos, ams OSRAM). À l'inverse, le secteur de la **chimie** (Kem One, Arxada, Ineos) souffre d'une perspective défavorable de demande mondiale.

Fondamentaux : Côté news, l'actualité concernant les IPO s'est révélée particulièrement dynamique. Verisure a réussi son IPO (13,7 Mds€), Digi prépare celle de sa filiale espagnole (2,5 Mds€) avec une cession de 25 à 30 % du capital. TK Elevator vise une valorisation supérieure à 20 Mds€ dans le cadre d'une IPO prévue d'ici 2026 ou 2027. **Les opérations de M&A se poursuivent à un rythme soutenu** (Banijay-Tipico, Infopro-Eucon, Guala Closures-Metal Crowns, SNF-Syensqo) bien que dans les télécoms, Bouygues, Iliad et Orange aient vu leur offre sur SFR refusée à ce stade. **Côté rating**, Carnival a été relevé à BBB- par Fitch, Verisure est rehaussé à Ba1 par Moody's après son IPO, SNF a vu sa perspective relevée à positive chez S&P. À l'inverse, on note plusieurs dégradations de notation dans le secteur de la chimie. Synthomer est abaissé à B3. Dans le segment CCC, Fitch a dégradé Maxeda à CCC+, S&P a révisé la perspective du rating CCC+ de Cerba à negative et Merlin Entertainments a été dégradé à Caa1 par Moody's.

31 octobre 2025

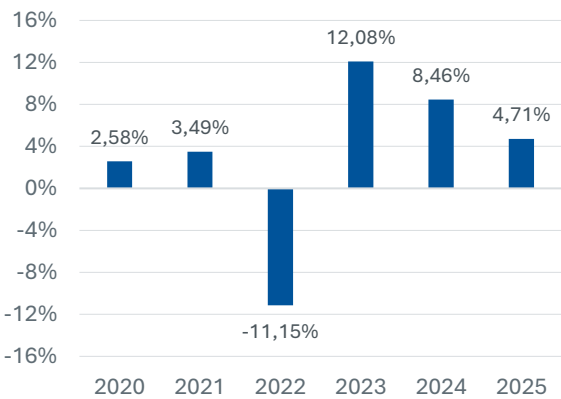
	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	276 bps	+7 bps	+0,12%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	190 bps	+3 bps	+0,65%
iTraxx Crossover	266 bps	+4 bps	

Rendement et performances (à fin octobre 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : Les spreads ont été globalement stables sur le secteur bancaire : Seniors et T2 à -1 bp, AT1 à +3 bps (€AT1 : -1 bp). Les spreads sur le secteur de l'assurance se sont légèrement écartés (Seniors à +3 bps, Subordonnées à +2 bps). **Les performances mensuelles ont été positives :** +0,6% pour les T2 et Seniors bancaires, +0,5% pour les AT1 (€AT1 : +0,7%). Côté assurance : +0,4% pour les Seniors, +0,6% pour les Subordonnées.

Marché primaire : Le marché primaire est resté globalement calme en raison des publications de résultats, mais nous avons vu plusieurs émissions AT1 (Lloyds 1 Md\$ à 6,625%, Piraeus Bank 600 M€ à 6,125%, VakifBank 500 M\$ à 8,2%) et Tier 2 (Nationwide 400 M£ à 5,5% (10,75NC5,75), Garanti Bank 700 M\$ à 7,625% (10,5NC5,5), DZ Bank 300 M€ à 3,706% (10NC5), Cajamar 750M€ à MS+175 bps). Dans le secteur de l'assurance, BPCE Assurances a lancé sa première émission double-tranche Tier 2 « Green » de 400 M€ et un RT1 de 280 M€ à 5,75%. La Mondiale a émis 500 M€ de Tier 2 à 10 ans à MS+180 bps. AXA a émis 750 M€ en RT1 à 5,125% et 750M€ en Tier 2 à MS+158 bps. Enfin, Viridium Group a émis 850 M€ sur 10 ans à 4,375%.

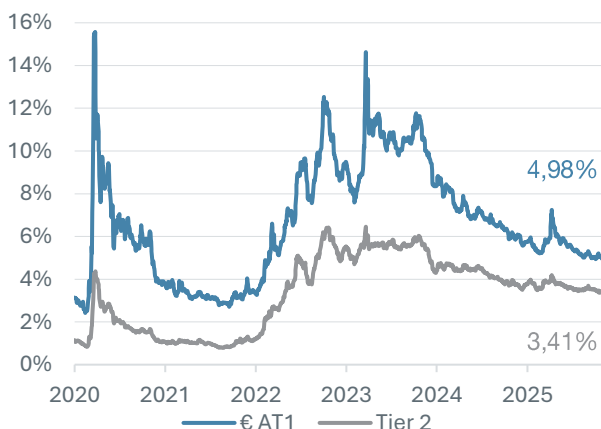
Fondamentaux : Les résultats trimestriels ont montré que le secteur bancaire européen conserve une solide dynamique avec plusieurs établissements affichant une croissance notable de leurs bénéfices et de leurs rendements, notamment en Ibérie, en Europe de l'Est et chez certains grands groupes comme Deutsche Bank, UniCredit ou Santander. Toutefois, certaines banques françaises et grecques enregistrent des reculs. **Globalement, la tendance est positive, portée par une bonne rentabilité.** Du côté des agences de notation, Moody's a relevé la note de Monte à Baa3, Mediobanca a été abaissée (Baa3 Senior, Ba2 T2), **quinze banques espagnoles ont été relevées** (dont Abanca de deux crans). S&P a relevé UniCredit à A et BNP Paribas Cardif de A- à A. Fitch a relevé la Slovénie à A+, Alpha Bank et Piraeus Bank à BBB-, attribué une perspective positive à NBG (Ethniki Trapeza) et Eurobank, et relevé Resolution Life à A-.

31 octobre 2025

	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	73 bps	-1 bp	+0,57%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	123 bps	-2 bps	+0,60%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	277 bps	-1 bp	+0,67%

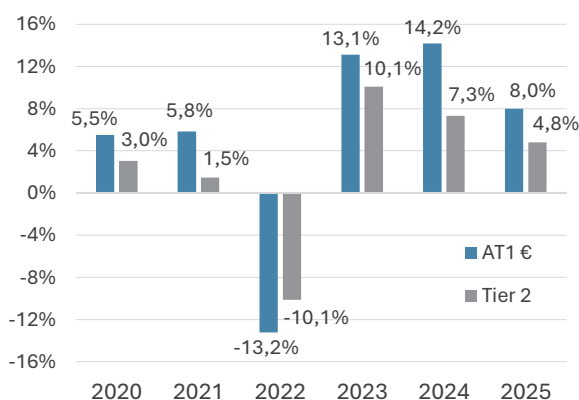
Rendement et performances (à fin octobre 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Lazard Frères Gestion

Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Sources des données : Bloomberg au 31 octobre 2025.

Perspectives

Environnement de marché

- **Aux Etats-Unis**, le shutdown est entré en vigueur le 1^{er} octobre et la publication des données économiques s'est interrompue. La Fed reste divisée sur la nécessité de baisser davantage les taux, avec une incertitude pour le mois de décembre. Une baisse supplémentaire de 25 bps à 3,5%-3,75% reste crédible. Pour 2026, la disparité de points de vue entre les différents membres fait porter le risque d'une pause. Les données relatives à la dynamique du marché du travail et d'inflation seront cruciales dans les semaines à venir pour valider ou revenir sur les anticipations de baisses actuellement intégrées par le marché.
- **En zone euro**, la BCE a tenu une réunion sans surprise majeure : taux inchangés, discours restant globalement « hawkish ». Christine Lagarde, tout en évoquant la possibilité d'ajuster activement la politique monétaire, a rapidement tempéré cette perspective. Elle a insisté sur plusieurs points : la croissance a été résiliente et les risques se sont atténués, mais des craintes inflationnistes demeurent en raison d'éventuelles perturbations des chaînes d'approvisionnement (EU/Chine) et de la pression salariale dans les services. Malgré ces propos, il est légitime de penser que les prochains mouvements dépendront des données publiées dans les semaines à venir. Même si les valorisations actuelles n'intègrent plus de baisse de taux, la probabilité d'une baisse supplémentaire reste bien présente. Une trajectoire d'inflation inférieure à la cible BCE sur la partie globale et sous-jacente, ainsi que davantage d'inquiétudes sur la croissance, seront nécessaires pour infléchir la position actuelle de l'institution. La mise à jour des projections de la BCE lors de la réunion de décembre sera particulièrement scrutée par les investisseurs.
- **Le marché du crédit affiche toujours des fondamentaux solides**. Les flux d'investissement restent soutenus et largement positifs sur l'ensemble des segments, témoignant d'un intérêt durable des investisseurs. Les résultats du troisième trimestre ont été globalement bien reçus, en particulier dans le secteur bancaire. Dans l'attente des prochaines statistiques économiques aux États-Unis, l'incertitude persiste, ce qui nous conduit à privilégier le crédit européen.

Positionnement

- **Duration/Taux** : UK (+), US (=/+), Euro (=/+), Japon (=).
- **Crédit** : Modérément 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 14 novembre 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