



- DÉCEMBRE 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 en novembre, le 2 ans évoluant entre 3,45% et 3,60%, et le 10 ans entre 3,96% et 4,16%. Les statistiques économiques montrent un paysage mitigé, avec notamment des créations d'emplois au-dessus des attentes, mais une augmentation du chômage à 4,4%. L'inflation des prix à la production décélère. La Fed reste prudente sur de potentielles baisses de taux, les marchés intégrant une baisse d'ici début 2026.

En zone euro, les taux souverains allemands évoluent peu sur le mois avec néanmoins une tendance à la hausse sur les taux longs. Les spreads OAT-Bund et BTP-Bund se contractent à respectivement à 71 bps et 70 bps. Les agences de notation confirment la stabilité du crédit allemand, français et espagnol. Les mesures de consolidation budgétaire en Belgique ont été bien accueillies par les investisseurs.

Au Royaume-Uni, les taux ont été volatils sur le mois écoulé, avec un taux dix ans évoluant entre 4,36% et 4,61%. Le gouvernement a annoncé des taxes et hausses d'impôts qui devraient rapporter environ 26 Mds£ par an d'ici 2029 puis 30 Mds£ sur la période 2030-2035. Dans l'ensemble, ces mesures vont permettre à la BoE de poursuivre ses baisses de taux de manière graduelle. La Banque d'Angleterre a maintenu ses taux inchangés à 4% avec un vote serré 5 contre 4. Le gouverneur Andrew Bailey a déclaré vouloir observer les effets à venir de la politique budgétaire et attendre des signes de confirmation de la décélération de l'inflation. Ces déclarations laissent toutefois la porte ouverte pour une future baisse d'ici la fin de l'année.

Au Japon, les taux se tendent sur l'ensemble de la courbe sous l'effet de l'annonce d'un plan de relance budgétaire pour près de 17 700 milliards de yen (un peu moins de 100 milliards d'euro) comprenant des baisses d'impôts et des dépenses supplémentaires. En outre, fin novembre, le gouverneur de la Banque du Japon a ouvert la porte à une hausse des taux. Le taux à dix ans japonais a clôturé le mois à 1,81%, en hausse de 16 bps.

Enfin, en Australie, la RBA a maintenu ses taux à 3,60%. Ses membres sont devenus plus prudents au regard d'éventuelles baisses supplémentaires des taux.

La performance du marché global des dettes souveraines en euro est négative en novembre (-0,10%), mais reste positive depuis le début de l'année (+1,90%).

Banques centrales

Du 1 ^{er} au 30 nov. 2025	Taux directeurs	Prochaine réunion
BCE (taux de dépôt)	2,00% (inchangé)	18 déc.
Fed	3,75% - 4,00% (inchangé)	10 déc.
BoJ	0,50% (inchangé)	19 déc.
BoE	4,00% (inchangé)	18 déc.

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation sept.
Allemagne	2,69%	+6 bps
France	3,41%	-1 bp
Italie	3,40%	+2 bps
Espagne	3,16%	+2 bps
Grèce	3,31%	+3 bps
États-Unis	4,02%	-6 bps
Japon	1,81%	+14 bps
Canada	3,15%	+3 bps
Australie	4,52%	+22 bps

Crédit Corporate Investment Grade

Performances et spreads : Les marges de crédit s'écartent de manière homogène sur l'ensemble de la structure de capital (Senior et hybrides : +4 bps). Le segment affiche une performance de -0,29% sur le mois, pénalisée par les taux et les spreads malgré le portage.

Marché primaire : L'offre primaire était particulièrement soutenue avec environ **68 Mds€ émis**, soit le deuxième meilleur mois de l'année et l'un des records pour un mois de novembre. Les Reverse Yankees ont été particulièrement actifs avec notamment l'opération jumbo d'**Alphabet** (6,5 Mds€). Par ailleurs, **Novo Nordisk** s'est présenté avec une quadruple tranche d'un montant total de 2,6 Mds€ afin de financer l'acquisition d'Akero. **Magnum Ice Cream Company** (spin-off d'Unilever) est également venu à l'offre avec une émission de 3 Mds€ en quatre tranches (3 à 12 ans) et **Canal+** est venu avec une émission inaugurale 5 ans pour 700M€, sur souscrite 6,7x. Sur les hybrides, plusieurs émetteurs se sont présentés (EDP, Merck KG&A, Repsol, Verizon) pour un total d'environ 7 Mds€. Cette offre abondante a bien été absorbée avec des carnets d'ordres sur souscrits en moyenne 3,2x. **Depuis le début de l'année, l'activité primaire sur le segment Corporate IG s'élève à environ 430 Mds€**, soit une hausse de +18% par rapport à 2024 et légèrement au-dessus des niveaux records de 2020 (426 Mds€).

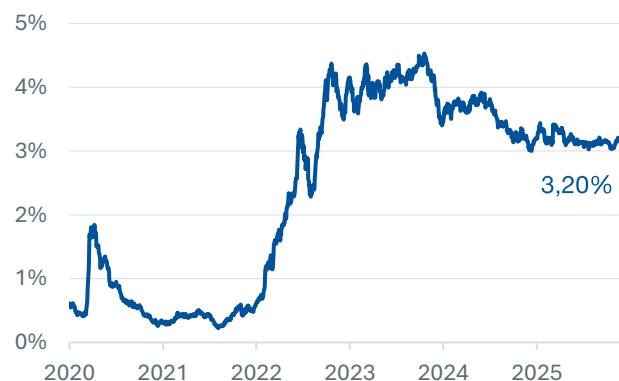
Secteurs : L'ensemble des secteurs est à l'écartement. On note une sous-performance de la santé (+7bps), de l'**industrie de base** (+5bps) et des **biens de consommation** (+5bps). À l'inverse, les **automobiles** (+1bp) et l'**immobilier** (+2bps) surperform.

Fondamentaux : Du côté des agences de notation, S&P relève la perspective de **Kering** (BBB+) de négative à stable. Moody's améliore la note souveraine de l'Italie de Baa3/positive à Baa2/stable, ce qui entraîne un relèvement d'un cran pour **Aeropoli di Roma, Eni et Terna**. Côté M&A, **Orange** a annoncé l'acquisition de Masorange et **Akzo Nobel** souhaite fusionner avec Axalta Coating Systems.

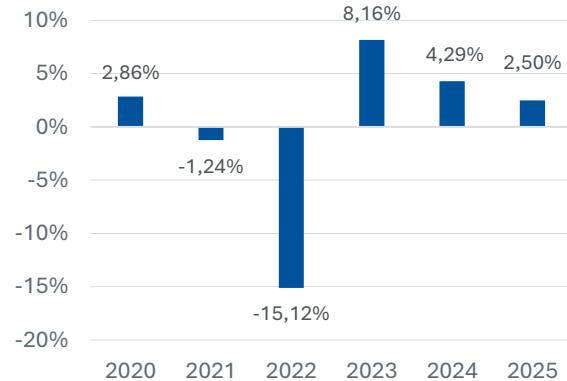
30 novembre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	81 bps	+4 bps	-0,29%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	145 bps	+4 bps	-0,12%
iTraxx Main	53 bps	-2 bps	

Rendement et performances (à fin novembre 2025)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : Le gisement High Yield a enregistré une performance positive (+0,16%) malgré une forte volatilité au cours du mois. Les spreads se sont élargis de 18 bps dans un premier temps et ce n'est qu'en fin de mois, à la faveur de publications rassurantes et d'un recul de la volatilité sur les marchés actions outre-Atlantique, que les spreads sont revenus à leur niveau de début de mois (276 bps). Les notations les plus dégradées ont le mieux performé.

Marché primaire : Le marché primaire est resté actif avec un **volume 9 Mds€** à des fins de refinancement principalement.

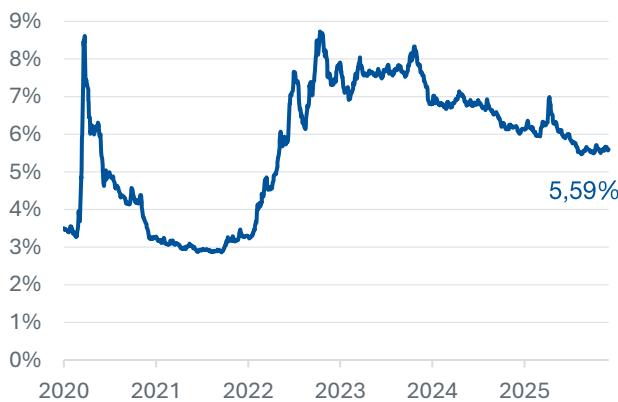
Secteurs : L'automobile profite à la fois de statistiques favorables concernant les ventes dans l'UE et de bonnes publications de résultats. Le commerce de détail et les biens de consommation surperforment également. À l'inverse, les loisirs ont été pénalisés par la hausse de la fiscalité sur les jeux en ligne au Royaume-Uni. Les transports et l'énergie affichent également des performances dans le rouge.

Fondamentaux : Côté news, le secteur automobile a vu beaucoup d'annonces de M&A (Renault Schaeffler, Forvia, Nissan, Antolin). Dans les télécom, Altice a été au centre de nombreuses nouvelles, notamment autour de SFR : le consortium Bouygues/Iliad/Orange préparerait une nouvelle offre de 23 Mds€. Eutelsat a refinancé sa dette syndiquée et réalisé deux augmentations de capital (828 M€ et 670 M€) afin de préparer ses futurs refinancements obligataires. Plusieurs sociétés poursuivent leurs efforts de désendettement et de préparation au refinancement (Zegona, Celanese, ASDA, ELO, Ardagh Group, Foncia qui a réalisé une levée de 700-800M€ de preferred equity avant ses maturités 2028, Grifols qui envisage un refinancement anticipé). Côté notations, on notera les upgrades d'Eroski (à B1 par Moody's), Takko (à B par S&P) et TUI Cruises (à BB par Fitch et Ba2 par Moody's). Celanese a été dégradé à BB par Fitch et Ba2 par Moody's, Synthos à Ba3 par Moody's, Nissan à BB- par S&P.

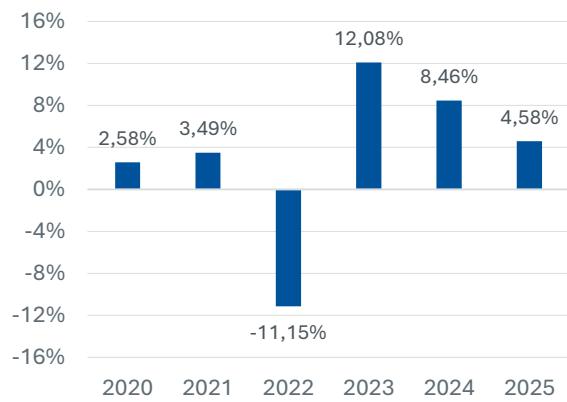
30 novembre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	276 bps	=	+0,16%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	198 bps	+11 bps	-0,25%
iTraxx Crossover	256 bps	-10 bps	

Rendement et performances (à fin novembre 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : Les spreads se sont écartés sur le secteur bancaire : Seniors et T2 à +4 bps, AT1 à +10 bps (€AT1 : +13 bps). Sur le secteur de l'assurance, les Seniors terminent à +7 bps et les Subordonnées à +3 bps. **En termes de performance**, les Seniors bancaires affichent -0,1%, les Tier 2 sont neutres, les AT1 progressent de +0,1% (€AT1 : -0,1%). Les Seniors d'assurance terminent à -0,3% et les Subordonnées sont à l'équilibre.

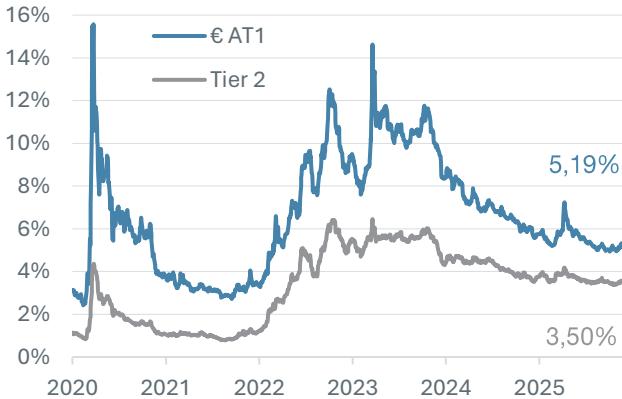
Marché primaire : Le marché primaire des subordonnées a été actif avec environ 12 Mds€ d'émissions. Nous avons eu plusieurs émissions d'AT1, une en dollars (Standard Chartered) et le reste en euros (Barclays, BPER, NLB, Banca Transilvania, Banca CF+, Deutsche Bank). BFCM, Nordea, Banka Pekao et AIB ont émis des Tier 2 en euros. Côté assurance, Bupa a émis un Tier 2 bullet en sterling et nous avons vu trois émissions de RT1 : Tryg, Resolution Life et Rothesay.

Fondamentaux : Les banques européennes ont publié à l'issue du T3 des résultats solides avec plusieurs bénéfices net records et des niveaux élevés de rentabilité. En Espagne, **Caixa Geral de Depositos** affiche un bénéfice net record de 1,4 Md€ (+2% Y/Y) et **Cajamar** un record historique avec un bénéfice en hausse de +7% Y/Y. En Grèce, **National Bank of Greece** atteint 970 M€ de bénéfice net. En Italie, **BPER** établit un bénéfice net record de 1,5 Md€ et **Monte dei Paschi** progresse de 18% à 1,4 Md€. **Le secteur de l'assurance affiche dans l'ensemble de bonnes performances**, avec une croissance des primes et des bénéfices en hausse : citons **Hannover Re** (+7% Y/Y), **Munich Re** (+11,9% Y/Y), **Allianz** (10,5% Y/Y), **Talanx** (+23% Y/Y) et **Generali** (+14% Y/Y à 3,2 Mds€). Côté notations, S&P a notamment réévalué les risques de défaut de certains instruments de capital des banques européennes, conduisant à plusieurs relèvements de notes en AT1 et Tier 2 pour des banques telles que Barclays, Lloyds, Natwest, Standard Chartered ou UBS. Enfin, après l'amélioration par Moody's de la note de l'Italie (Baa3 à Baa2), **la plupart des institutions financières italiennes ont enregistré une amélioration d'un cran sur l'ensemble de leur structure de capital.**

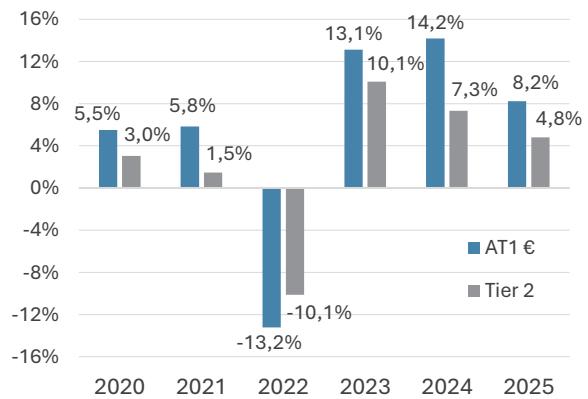
30 novembre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	77 bps	+4 bps	+0,03%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	127 bps	+4 bps	-0,02%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	289 bps	+13 bps	-0,07%

Rendement et performances (à fin novembre 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Perspectives

Environnement de marché

- **Aux Etats-Unis**, le shutdown est terminé jusqu'à début 2026 et la publication des données économiques reprend petit à petit. À ce stade, malgré les nombreuses perturbations, la croissance fait toujours preuve de résilience, bien que le marché du travail envoie des signaux mitigés. La dynamique du marché de l'emploi sera clé dans l'appréciation des futures actions de la Fed, étant donné les divergences qui perdurent actuellement entre les différents membres. L'incertitude va donc rester présente au cours des semaines à venir. Dans ce contexte, alors que la fin d'année approche et que les investisseurs réduisent leurs enveloppes de risque, le potentiel de repricing des taux à la hausse reste présent.
- **En zone euro**, les minutes de la BCE n'ont apporté que peu d'éléments nouveaux. Les risques inflationnistes restent équilibrés et les données de croissance envoient des signaux rassurants. Il n'y a donc pas d'urgence pour baisser les taux. Néanmoins, l'institution sera attentive à toute déviation notable des anticipations d'inflation et se réserve la possibilité d'ajuster sa politique si nécessaire. Les investisseurs vont principalement se focaliser sur la dynamique d'émissions de dettes de la part des Etats pour 2026, à l'image de la validation du budget allemand 2026 par le Bundestag qui devrait voir l'offre d'obligations augmenter de près de 180 milliards d'euros.
- **Le marché du crédit conserve des fondamentaux robustes et des flux d'investissement toujours dynamiques, tant sur l'Investment Grade que sur le High Yield.** Cette tendance traduit un appétit marqué des investisseurs pour l'ensemble des segments, renforcé par des résultats trimestriels globalement positifs. Les marges de crédit se situent déjà à des niveaux proches de leurs plafonds historiques, ce qui réduit la probabilité d'un resserrement significatif supplémentaire. En revanche, les taux actuels offrent encore des rendements intéressants pour les investisseurs, notamment dans un contexte de portage.

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 9 décembre 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