



- JANVIER 2026

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 décembre a été marqué par une poursuite des tensions sur les marchés obligataires, avec une pression haussière notable sur les courbes de taux.

Aux États-Unis, le 10 décembre, la Réserve Fédérale a abaissé ses taux de 25 bps (fourchette désormais comprise entre 3,50% et 3,75%) à l'issue d'un vote 9 contre 3. Elle a également annoncé vouloir relancer ses achats de titres courts à hauteur de 40 Mds\$ par mois. Cette décision a été justifiée par la fragilité du marché du travail, qui devrait rester une source de préoccupation dans les mois à venir. Tout en laissant la porte ouverte à d'autres baisses de taux en 2026, Jerome Powell a globalement rejeté l'idée de coupes importantes en estimant que le niveau des taux se rapprochait déjà du « taux neutre ». Dans ce contexte, les rendements souverains ont rebondi et la courbe des taux s'est pentifiée. Le rendement 2 ans est resté stable à 3,47%, alors que le rendement à 10 ans a rebondi de 15 bps à 4,17%. Les données de croissance pour le troisième trimestre ont continué d'envoyer un message rassurant sur l'état de l'économie. L'inflation « core » de novembre est quant à elle ressortie en baisse, à 2,6% en glissement annuel.

En zone euro, les taux souverains allemands ont également rebondi : le taux à 2 ans a augmenté de 9 bps à 2,12% et le taux à 10 ans de 17 bps à 2,86%, proche de ses sommets de mars 2025. Les spreads OAT-Bund et BTP-Bund se sont contractés de 1 point de base, à respectivement à 71 bps et 70 bps. La BCE a maintenu ses taux à 2% et Christine Lagarde a réaffirmé que l'institution était bien positionnée dans un contexte de croissance meilleure qu'attendue et vigilante concernant la dynamique d'inflation, qui reste globalement stable.

Au Japon, les taux se sont tendus sur l'ensemble de la courbe sous l'effet du changement de régime de la Banque du Japon, qui a opté pour une hausse de taux de 25 bps, à 0,75%, en raison d'un niveau d'inflation au-dessus de la cible. Le contexte de relance budgétaire impacte la prime de terme des obligations longues : le taux à 10 ans japonais a progressé de 25 bps en décembre, terminant l'année à 2,07%.

La performance du marché global des dettes souveraines en euro a été négative en décembre (-0,53%), mais reste positive sur l'ensemble de l'année 2025 (+1,36%).

Banques centrales

Du 1 ^{er} au 31 déc. 2025	Taux directeurs	Prochaine réunion
BCE (taux de dépôt)	2,00% (inchangé)	5 fév. 19 mars
Fed	3,50% - 3,75% (-25 bps)	28 jan. 18 mars
BoJ	0,75% (+25 bps)	2 fév. 30 mars
BoE	3,75% (-25 bps)	5 fév. 19 mars

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation du mois
Allemagne	2,85%	+17 bps
France	3,56%	+15 bps
Italie	3,55%	+15 bps
Espagne	3,29%	+12 bps
Grèce	3,48%	+17 bps
États-Unis	4,17%	+15 bps
Japon	2,06%	+25 bps
Canada	3,43%	+29 bps
Australie	4,74%	+23 bps

Source : Bloomberg, au 31 décembre 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 l'ensemble de la structure de capital (Senior : -4 bps, hybrides : -7 bps), permettant de compenser une partie de la forte tension des taux. Sur le mois, la classe d'actifs enregistre une **performance négative de -0,22%**.

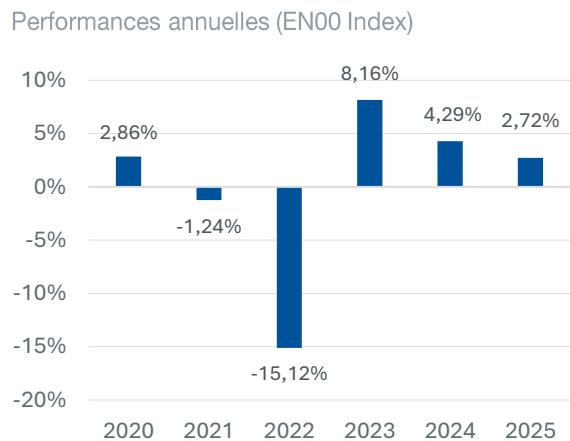
Marché primaire : Comme attendu en période de trêve des confiseurs, l'offre primaire a nettement ralenti en décembre, avec environ 5,3 Md€ émis, essentiellement concentrés sur la première moitié du mois. WPP, Schneider et Volkswagen Bank sont notamment venus animer le marché. Sur le segment hybride, Grand City Properties est venue émettre une nouvelle obligation hybride PNC5 pour 600M€ à 5,2%. La demande est restée solide dans l'ensemble avec des carnets d'ordres souscrits environ 4 fois. **Sur l'ensemble de l'année, les volumes ont atteint les environ 440 Mds€, soit une hausse de +20% par rapport à 2024 et légèrement au-dessus des records de 2020.** Cette offre a bien été absorbée.

Secteurs : L'ensemble des secteurs est au resserrement. On note une **surperformance de l'industrie de base, de la santé et des services aux collectivités**. À l'inverse, les secteurs de la technologie et des télécoms sous-performent.

Fondamentaux : Les agences de notations ont été actives sur le mois : la notation de **Renault** a été relevée en catégorie *Investment Grade* par S&P. A l'inverse, la perspective associée à la notation BBB+ de **Volkswagen** a été abaissée à négative. Du côté des télécoms, **SES** a été dégradée en catégorie *High Yield* par Moody's de Baa3/négative à Ba1/stable à la suite de résultats du Q3 2025 plus faibles que prévu. Sur le front du M&A, le conseil d'administration de **Warner Bros** a recommandé aux actionnaires de rejeter l'offre publique d'achat de Paramount à 33\$ l'action. **Netflix** avait auparavant accepté d'acheter les studios Warner Bros Discovery et leur division streaming pour 23,25\$ par action en cash et 4,5\$ en actions impliquant une valeur d'entreprise de 82.7 Mds\$.

31 décembre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	77 bps	-5 bps	-0,23%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	138 bps	-7 bps	+0,18%
iTraxx Main	51 bps	-2 bps	

Rendement et performances (à fin décembre 2025)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : Le gisement High Yield a progressé de +0,32% en décembre grâce à un resserrement de spreads de -24 bps. Combiné au portage, ce mouvement a permis de surcompenser la tension sur les taux à 5 ans allemands (+16 bps). Dans ce contexte de taux haussiers, les notations B ont surperformé les notations BB. Les CCC enregistrent en revanche une performance négative.

Marché primaire : Le marché primaire a nettement ralenti avec 3,7 Mds€ émis en décembre. Le montant des émissions a néanmoins atteint un nouveau record de 120 Mds€ sur l'ensemble de l'année 2025, légèrement au-dessus des niveaux de 2021.

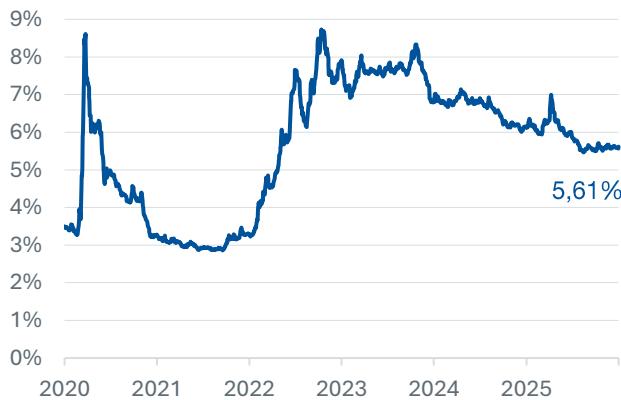
Secteurs : L'automobile (Antolin, Pasubio, ZF), la santé (Biogroup, Centrient) et les biens de consommation (Upfield, Flos) surperforment. À l'inverse, les télécoms (Altice, SES, Ziggo), les biens d'équipement (Ardagh, Fedrigoni) et l'industrie de base (Pfleiderer, Ineos Quattro) demeurent dans le rouge, notamment en raison du repli des valeurs notées CCC.

Fondamentaux : Côté rating, le mois de décembre a été marqué par une vague de dégradations. Dans la chimie, Moody's a dégradé Ineos et Ineos Quattro à B2 et B3, perspectives négatives, Ashland à Ba2, Bertrand Franchise à B3, Perrigo à Ba3 et Adler Pelzer à B3. Fedrigoni a également été dégradé à B par Fitch, perspective négative. S&P a abaissé Whirlpool à BB. En revanche, quelques relèvements sont venus contrebalancer la tendance: S&P a relevé Eroski à BB, perspective stable. Dans les télécoms, Eutelsat a été relevé par Moody's à Ba3 et par Fitch à BB grâce à son augmentation de capital. MasOrange a été relevé à BBB- par Fitch, et à BB+ par S&P. Moody's a relevé Zegona à Ba2. Exceptionnellement dans la chimie, SNF a été relevé à Baa3 grâce à une performance solide. On notera également que le mouvement de cessions d'actifs reste soutenu parmi les émetteurs du segment High Yield.

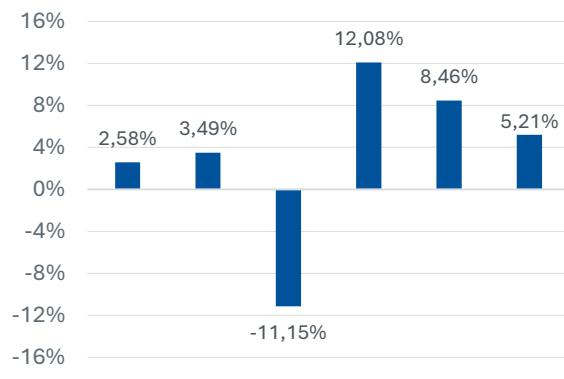
31 décembre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	257 bps	-24 bps	+0,32%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	190 bps	-10 bps	+0,42%
iTraxx Crossover	244 bps	-11 bps	

Rendement et performances (à fin décembre 2025)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : Les spreads se sont resserrés sur le secteur bancaire : Seniors à -3 bps, Tier 2 à -4 bps, AT1 à -15 bps et AT1€ à -17 bps en décembre. Sur le secteur de l'assurance, les Seniors terminent à -6 bps et les Subordonnées à -8 bps. En termes de performance, les Seniors bancaires affichent -0,1%, les Tier 2 affichent une performance neutre et les AT1/AT1€ +0,6%. Les Seniors d'assurance affichent une performance neutre et les Subordonnées +0,1%.

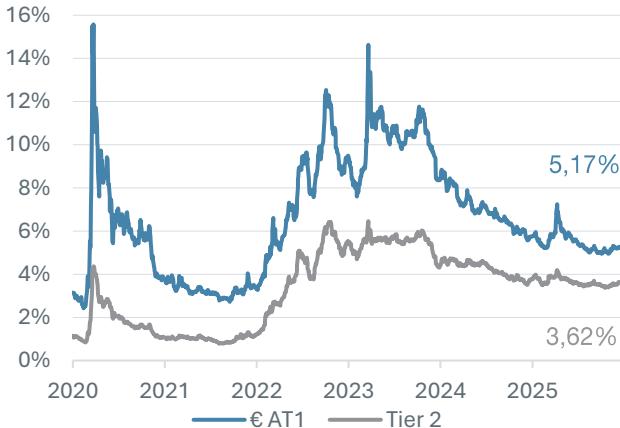
Marché primaire : Le marché primaire est resté calme, avec une majorité d'émissions seniors. Sur le segment subordonné, **BNP** a émis un AT1 PerpNC8 de 1,25 Md\$ à 6,875%. **Ageas** a émis un RT1 PerpNC9 de 450 M€ à 5,875%. Selon nos estimations, 50% des Tier 2 « callables » des assureurs arrivant à échéance en 2026 ont déjà été refinancés. Côté bancaire, c'est également le cas pour 74% des instruments Tier 2 « callables » et pour 58% des AT1.

Fondamentaux : Du côté des agences de notation, S&P a attribué une perspective positive à Deutsche Bank et Commerzbank. Fitch a révisé la perspective à négative pour Crédit Mutuel Alliance Fédérale (maison mère de BFCM) et Crédit Mutuel Arkéa. L'agence a en revanche relevé la note de plusieurs banques italiennes : Iccrea (de BBB- à BBB), Banco BPM (de BBB- à BBB) et BPER (de BBB- à BBB). S&P a révisé la perspective de Kommunalkredit à négative contre stable auparavant, tout en confirmant sa note BBB. Moody's a relevé la perspective des banques chypriotes de Stable à Positive. S&P a également confirmé la note A- de Banco Sabadell tout en relevant sa perspective à Positive. **Du côté des actualités, l'EBA a également souligné que les banques européennes présentent des ratios de capital et de liquidité historiquement élevés, une rentabilité stable et une qualité d'actifs globalement solide**, malgré une hausse marquée des expositions souveraines et certains risques liés au financement en devises. En revanche, les banques autrichiennes devront constituer encore davantage de capital sur leurs expositions à l'immobilier commercial (CRE), en raison de la poursuite de la hausse des défauts.

31 décembre 2025	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	75 bps	-3 bps	-0,10%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	124 bps	-4 bps	-0,04%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	273 bps	-17 bps	+0,61%

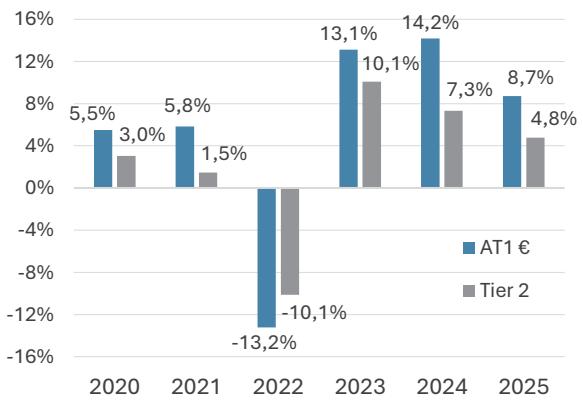
Rendement et performances (à fin décembre 2025)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Lazard Frères Gestion

Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Sources des données : Bloomberg au 31 décembre 2025.

Perspectives

Environnement de marché

- **La fin d'année 2025 a été marquée par l'optimisme sur les marchés de taux**, où les courbes poursuivent leur pentification. La Réserve Fédérale s'est montrée active mais prudente, et les minutes de sa dernière réunion laissent la porte ouverte à une baisse supplémentaire. Alors que le rebond de l'inflation tarde à se manifester, l'institution devra composer avec un stimulus budgétaire en amont des élections de mi-mandat. La direction des taux reste donc incertaine, et la flexibilité dans les stratégies déployées va être cruciale.
- **En zone euro**, les taux sont remontés, portés par les plans de relance budgétaire, notamment en Allemagne, et les attentes des nouvelles émissions de la part de l'ensemble des pays européens. La dernière réunion de la BCE n'a pas apporté de nouveaux éléments et la marche semble assez haute à court terme pour voir l'institution reprendre ses baisses de taux. Cependant, celle-ci va rester vigilante. Les risques sur l'inflation sont à présent symétriques et les données de croissance envoient des signaux rassurants.
- **Les fondamentaux du marché du crédit restent bien orientés**, avec des taux de défaut attendus en baisse en 2026. La demande sur la classe d'actif devrait rester solide, la hausse récente des taux offrant toujours des rendements décents. L'offre primaire attendue en début d'année pourrait peser sur le niveau des spreads de crédit, ce qui constituera une opportunité de renforcer le positionnement.

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 8 janvier 2026.

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