

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 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.

• FÉVRIER 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

Dans un environnement marqué par une pause de la part des principales banques centrales, l'actualité du mois de janvier a été animée par un flux de nouvelles émissions, mais aussi par la hausse des taux japonais.

En effet, **au Japon**, l'annonce de dissolution du parlement (donnant lieu à de nouvelles élections législatives début février), couplée aux intentions de la première ministre d'abandonner temporairement les taxes sur les produits alimentaires, ont mis une pression à la hausse sur la courbe des taux. Le 10 ans japonais s'est tendu de 19 bps à 2,25%.

Ce mouvement n'a pas épargné les autres courbes. **Aux États-Unis**, les rendements souverains ont rebondi et la courbe s'est légèrement pentifiée. Le rendement 2 ans est remonté de 5 bps à 3,52%, alors que le taux à 10 ans a rebondi de 7 bps à 4,24%. Les données de croissance pour le troisième trimestre 2025 ont confirmé la vigueur de la consommation personnelle. Les enquêtes d'activité ont traduit une activité dynamique en décembre (ISM) et janvier (PMI). Jerome Powell a dressé l'état d'une économie résiliente et d'un marché du travail qui semble ne plus se dégrader.

**Au Royaume-Uni**, les taux ont également subi une légère pression haussière, en raison de la publication d'enquêtes d'activité en net rebond, notamment dans les services. De plus, le risque politique s'est de nouveau invité en impactant les maturités longues.

**En zone euro**, les taux souverains allemands se sont très légèrement détendus et les spreads souverains se sont resserrés. Le rebond de l'euro, notamment face au dollar, a permis aux parties courtes de surperformer, et la perspective du vote d'un budget en France a contribué à la surperformance de la dette française. S&P a révisé la perspective de la dette italienne de stable à positive tout en confirmant son rating BBB+. L'agence a souligné les anticipations de solde courant positif et la bonne dynamique du déficit, qui pourrait repasser sous les 3%. Le niveau Dette/PIB devrait rester élevé à court terme, mais commencer à baisser à partir de 2028.

**La performance du marché global des dettes souveraines a été négative en janvier (-0,09% en euro).** La performance des obligations américaines couvertes en euro a été négative (-0.23%), alors que le marché européen a délivré une performance positive de +0.69%. Les spreads OAT-Bund et BTP-Bund à dix ans se sont respectivement détendus de 13 bps et de 8 bps.

## Banques centrales

| Période :<br>Janvier 2026     | Taux directeurs                | Prochaine réunion   |
|-------------------------------|--------------------------------|---------------------|
| <b>BCE</b><br>(taux de dépôt) | 2,00%<br>(inchangé)            | 5 fév.<br>19 mars   |
| <b>Fed</b>                    | 3,50% -<br>3,75%<br>(inchangé) | 18 mars<br>29 avril |
| <b>BoJ</b>                    | 0,75%<br>(inchangé)            | 19 mars<br>28 avril |
| <b>BoE</b>                    | 3,75%<br>(inchangé)            | 5 fév.<br>19 mars   |

## Taux souverains

|            | Taux 10 ans | Variation du mois |
|------------|-------------|-------------------|
| Allemagne  | 2,84%       | -1 bp             |
| France     | 3,43%       | -14 bps           |
| Italie     | 3,46%       | -9 bps            |
| Espagne    | 3,21%       | -8 bps            |
| Grèce      | 3,35%       | -13 bps           |
| États-Unis | 4,24%       | +7 bps            |
| Japon      | 2,25%       | +19 bps           |
| Canada     | 3,42%       | -2 bps            |
| Australie  | 4,81%       | +7 bps            |

Source : Bloomberg, au 31 janvier 2026. 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 sont resserrées sur l'ensemble de la structure de capital (Senior : -6 bps, hybrides : -9 bps) dans un contexte de légère détente des taux. Le segment affiche une performance positive de +0,8% sur le mois, soutenue par la contribution favorable des composantes spreads, du portage et des taux.

**Marché primaire :** Le marché primaire est resté dynamique, avec environ 41 Mds€ d'émissions, soit une hausse de +28% par rapport à janvier 2025. IBM a inauguré la première opération Reverse Yankee de l'année, levant 3,5 Mds€ via quatre tranches, ce qui confirme la perspective d'une nouvelle année soutenue pour les émetteurs américains, portée par les besoins de financement des entreprises technologiques liés à leurs investissements dans l'IA et les data centers. L'automobile également bien représentée avec notamment la triple tranche de BMW (2,3 Mds€). Le marché hybride a par ailleurs affiché une solide activité, totalisant environ 4 Mds€, dont la double tranche d'Enel (PNC6 et PNC9) pour 2 Mds€. L'ensemble de cette offre a été bien absorbé, avec des carnets d'ordres sursouscrits en moyenne 3,7x.

**Secteurs :** L'ensemble des secteurs est au resserrement. On note une surperformance de l'automobile, de l'industrie de base et de l'immobilier. À l'inverse, les secteurs de la distribution et des médias sous-performent.

**Fondamentaux :** La saison des résultats a débuté et les premières publications sont bonnes dans leur ensemble. On notera notamment que Meta a publié des résultats solides et que le groupe prévoit de presque doubler ses dépenses d'investissement d'ici 2026 (jusqu'à 135 Md\$), ce qui pourrait entraîner d'importantes émissions obligataires, en dollar et possiblement en euro. Du côté des agences de notation, Fitch a dégradé d'un cran la note de SES à BBB- avec une perspective stable, tandis que S&P a relevé la notation d'EDF à BBB+/perspective stable (vs BBB/perspective positive), grâce à la bonne performance opérationnelle depuis mi-2023.

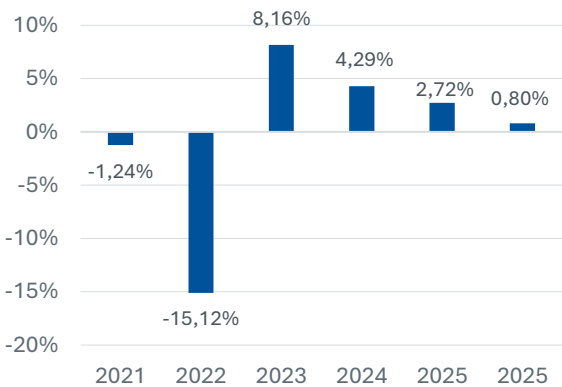
| 31 janvier 2026                         | Spreads | Δ MTD   | Perf MTD |
|---|---------|---------|----------|
| Corporate Investment Grade (EN00)       | 71 bps  | -6 bps  | +0,80%   |
| Dettes hybrides Investment Grade (ENSU) | 129 bps | -9 bps  | +0,82%   |
| iTraxx Main                             | 51 bps  | +/-0 bp |          |

## Rendement et performances (à fin janvier 2026)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



# Crédit Corporate High Yield

**Performances et spreads :** Le High Yield a enregistré une performance de +0,60% en janvier, quasiment en ligne avec le portage, le léger écartement de spreads (+6 bps) étant compensé par une baisse des taux (-4 bps sur le 5 ans allemand). Les incertitudes géopolitiques ainsi que les interrogations sur l'impact de l'IA sur les éditeurs de logiciels en fin de mois ont contribué à ce rebond des spreads. Dans ce contexte, les BB ont surperformé les B, alors que les CCC ont affiché une performance proche de 1%.

**Marché primaire :** Le marché primaire a bien démarré avec un **record avec 16,4 Mds€** d'émissions, encore principalement à des fins de refinancement.

**Secteurs :** **L'énergie, l'immobilier et la santé surperforment**, alors que les médias et les services sont dans le rouge.

**Fondamentaux :** Les valeurs du secteur logiciel (ION Platform, Al maviva, Engineering) ont subi une correction sur le marché secondaire, dans un contexte de craintes sur la disruption potentielle liée à l'IA générative. L'activité M&A est restée soutenue avec plusieurs opérations d'envergure. Séché a annoncé deux acquisitions majeures : Hidronor et La Filippa pour un montant cumulé d'environ 230M€. Benteler a mis la main sur ioki GmbH. Daniel Kretinsky a lancé une OPA sur Fnac, accueillie favorablement par le conseil d'administration. Orange, Bouygues et Iliad ont confirmé être en discussions avec Altice en vue d'acquérir une large partie de SFR. Par ailleurs, Warner Bros. a rejeté une offre révisée de 108 Mds\$ formulée par Paramount, la jugeant insuffisante et plus risquée que l'accord déjà conclu avec Netflix pour 83 Mds\$. **Côté IPO**, Digi a officiellement désigné ses banques conseils pour une introduction en bourse en Espagne, visant une valorisation de l'ordre de 2 Mds€. Odido envisagerait une IPO à Amsterdam. **Côté rating**, Dana a été relevé par Fitch et S&P à BB+ et BB respectivement. Moody's a relevé EG Group à B2 et Italmatch à B2. À l'inverse, S&P a abaissé Goldstory à B.

## 31 janvier 2026

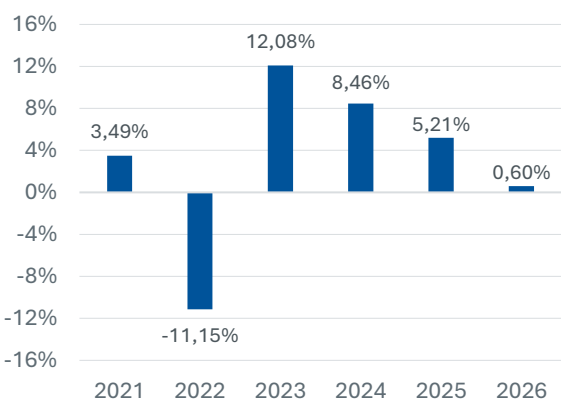
|                                   | Spreads | Δ MTD   | Perf MTD |
|-----------------------------------|---------|---------|----------|
| Euro Corporate High Yield (HEAE)  | 264 bps | +6 bps  | +0,60%   |
| Dettes hybrides High Yield (HNEC) | 175 bps | -15 bps | +1,08%   |
| iTraxx Crossover                  | 247 bps | +3 bps  |          |

## Rendement et performances (à fin janvier 2026)

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 -5 bps, Tier 2 à -7 bps, AT1 à -19 bps et AT1€ à -21 bps en janvier. Sur le secteur de l'assurance, les Seniors terminent à -4 bps et les Subordonnées à -6 bps. En termes de performance, les Seniors bancaires affichent +0,7%, les Tier 2 +0,9% et les AT1 +1,0% (AT1 € +1,5%). Les Seniors d'assurance terminent le mois à +0,7% et les Subordonnées à +1,3%.

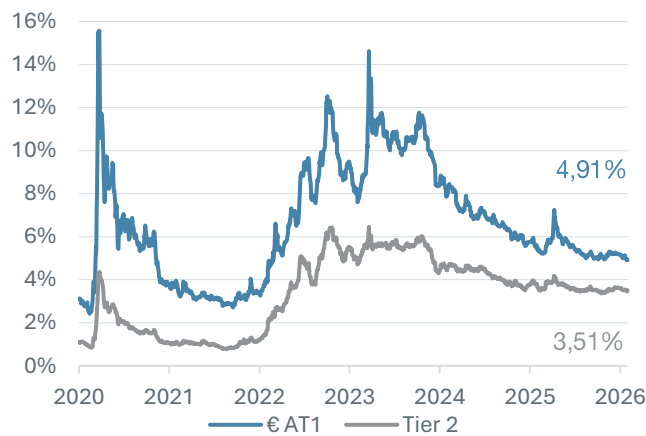
**Marché primaire : Le marché primaire est resté très actif en janvier**, avant l'entrée dans la période de publication des résultats. En Europe, le volume d'émission a atteint **16,9 Mds€** sur le marché des subordonnées. En Tier 2, il y a eu de nombreuses émissions en euro (Banka IFIS, Bank of Ireland, Bayerische Landesbank, BPCE, Commerzbank, Crelan, Deutsche Bank, Erste et Eurobank) et en livre sterling (Close Brothers, Credit Agricole et Investec). En AT1, Société Générale et UBS ont émis en dollar, Raiffeisen et Unicredit en euro, Paragon en sterling et Bank Millennium en zloty. Dans le secteur de l'assurance, deux émetteurs ont réalisé leur première émission obligataire : l'assureur bermudien Convex et la mutuelle CARAC. Enfin, Groupama et Unipol ont chacune émis un RT1 en euro.

**Fondamentaux : La publication des résultats a commencé en fin de mois.** Aux US, JP Morgan a publié de bons résultats en léger recul néanmoins (-2% Y/Y) à 57 Mds\$, Citi a affiché des résultats en nette amélioration (bénéfice net : +13% Y/Y à 14,3 Mds\$) et Wells Fargo affiche un bénéfice net en hausse de +8% Y/Y. **En Europe, plusieurs banques ont publié des résultats records** : Caixabank affiche un bénéfice net de 5,9 Mds€ (+2% Y/Y), Abanca 902 M€ (+5,8% Y/Y), Deutsche Bank 6,1 Mds€ (+104% Y/Y), Landsbankinn 262 M€ et Bankinter 1,09 Mds€ (+14% Y/Y). Raiffeisen affiche un résultat ajusté en forte hausse (1,44 Mds€ hors Russie, +48% Y/Y), Lloyds présente un bénéfice net en hausse de +6% Y/Y, tandis que ING rapporte des résultats globalement stables avec un bénéfice net de €6,3mds (-1% Y/Y). **Du côté des agences de notation**, Fitch a relevé les notations d'Unicaja et d'Abanca à BBB+ avec perspective stable.

| 31 janvier 2026                            | Spreads | Δ MTD   | Perf MTD |
|--|---------|---------|----------|
| Banks Senior EUR (JPSUSBEG)                | 70 bps  | -5 bps  | +0,69%   |
| Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)             | 116 bps | -7 bps  | +0,91%   |
| Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call | 252 bps | -21 bps | +1,48%   |

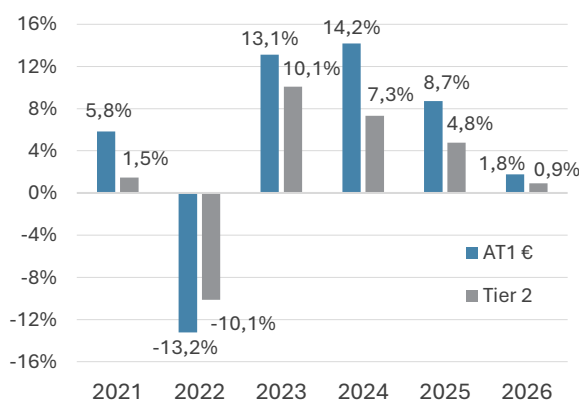
## Rendement et performances (à fin janvier 2026)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Lazard Frères Gestion

Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Sources des données : Bloomberg au 31 janvier 2026.

# Perspectives

## Environnement de marché

- **Les publications des données économiques vont être cruciales sur les semaines à venir pour donner une direction aux marchés obligataires.** En 2026, la croissance américaine devrait dépasser les 2%, aidée par un soutien budgétaire, la consommation personnelle et les investissements dans le secteur de la tech. La modération du marché du travail sera probablement scrutée pour justifier de nouvelles baisses de la part de la Réserve Fédérale. Le comportement du dollar sera clé pour le marché obligataire américain et d'autres marchés, notamment en zone euro. L'économie européenne devrait globalement croître proche de son potentiel en 2026, confortant la BCE dans sa posture actuelle. Les droits de douane n'ont pour l'instant pas pesé énormément sur la croissance, soutenue par une consommation toujours résiliente et la reprise de l'investissement. La dynamique d'inflation au premier semestre sera clé, tout comme la valorisation de la devise.
- **Le Japon va rester au centre de toutes les attentions.** Tout d'abord sur le marché domestique, avec un policy mix après les élections. L'inflation reste toujours élevée, les perspectives de relance conforteront la BoJ pour poursuivre la normalisation. Avec la hausse graduelle des taux de rendement sur les parties longues de courbe, la « re-domestication » des investissements de la part des institutionnels japonais sera particulièrement scrutée.
- **Les fondamentaux du marché du crédit restent bien orientés, avec des taux de défaut attendus en baisse en 2026.** L'offre sur le marché primaire a été très bien absorbée en janvier par une demande toujours très importante. Malgré des incertitudes géopolitiques et des menaces de droits de douanes, les spreads de crédit se sont montrés résilients. Dans ce contexte, nous restons constructifs sur les différents segments du marché obligataire. La saison des résultats du quatrième trimestre sera le prochain catalyseur de marché pour les investisseurs.

## 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 4 février 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

 [lazardfreresgestion.fr](https://lazardfreresgestion.fr)

   Lazard Frères Gestion

LAZARD  
FRÈRES GESTION