

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.

• MARS 2026
BILAN DE FÉVRIER

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

Les taux souverains se sont détendus sur le mois de février dans un contexte marqué par les inquiétudes relatives au secteur technologique, au crédit privé outre-Atlantique et aux tensions géopolitiques.

Aux États-Unis, les rendements ont baissé dans un mouvement d'aplatissement de la courbe. Le rendement 2 ans a abandonné 15 bps à 3,37%, et le rendement à dix ans a baissé de 30 bps pour repasser sous les 4% à 3,94%. Les publications économiques ont montré des données d'emploi solides, et une inflation PCE en hausse par rapport aux attentes pour le mois de décembre. En effet, l'indicateur privilégié de la Fed a accéléré à 2,9% contre 2,8% en novembre, tout comme la partie sous-jacente qui ressort à 3% sur un an. La persistance des pressions inflationnistes est claire comme en témoigne l'indice des prix à la production (PPI) qui ressort nettement au-dessus des attentes à 2,9% en janvier contre des attentes à 2,6%, notamment pour la partie hors énergie et alimentation à 3,6%, contre des attentes à 3% en glissement annuel. Les minutes du FOMC ont souligné un meilleur état du marché du travail et une inflation toujours élevée. Les discours de certains membres de la Réserve Fédérale ont également souligné la nécessité de patienter avant tout assouplissement supplémentaire.

Au Royaume-Uni, les taux ont baissé avec un taux à dix ans qui a reculé de 29 bps à 4,23%. Les pressions inflationnistes ont continué de reculer, à 3% contre 3,4% pour l'inflation globale et 3,1% contre 3,2% pour l'inflation « cœur ». Les marchés n'ont pas tenu compte de la pression haussière générée par un sentiment de fragilité autour du premier ministre Keir Starmer, sentiment exacerbé par l'affaire de Lord Mandelson.

En zone euro, le taux allemand à dix ans s'est détendu de 20 bps alors que les spreads OAT-Bund et BTP-Bund à dix ans sont restés stables à respectivement 57 et 63 bps. L'enquête « Bank Lending Survey » de la BCE pour le quatrième trimestre a montré une légère amélioration de la demande de crédit des entreprises et des ménages. La publication finalisée des enquêtes PMI pour le mois de janvier est ressortie légèrement en-dessous des attentes, sans remettre en cause la résilience de l'activité. L'inflation de son côté s'est contractée en janvier de -0,5% en glissement mensuel, portant l'inflation globale à 1,7% et sous-jacente à 2,2% en glissement mensuel.

La performance du marché global des dettes souveraines en euro est positive en février de +1,44%.

Banques centrales

Période : Février 2026	Taux directeurs	Prochaine réunion
BCE (taux de dépôt)	2,00% (inchangé)	19 mars 30 avril
Fed	3,50% - 3,75% (inchangé)	18 mars 29 avril
BoJ	0,75% (inchangé)	19 mars 28 avril
BoE	3,75% (inchangé)	19 mars 30 avril

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation du mois
Allemagne	2,64%	-20 bps
France	3,22%	-21 bps
Italie	3,27%	-19 bps
Espagne	3,06%	-15 bps
Grèce	3,30%	-5 bps
États-Unis	3,94%	-30 bps
Japon	2,11%	-13 bps
Canada	3,13%	-29 bps
Australie	4,65%	-16 bps

Source : Bloomberg, au 28 février 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 spreads se sont écartés sur l'ensemble de la structure de capital (Senior : +8 bps, hybrides : +11 bps) dans un contexte de fort repli des taux. La classe d'actifs affiche une **performance positive de +0,64%** grâce aux composantes taux et portage.

Marché primaire : L'activité était dynamique avec environ **38 Mds€ émis**, avec notamment la présence des « Reverse Yankees ». Les formats ESG étaient également bien représentés avec notamment la quadruple tranche green nuclear d'**EDF** destinée à financer des investissements dans la production d'énergie nucléaire. Le marché hybride était aussi actif, représenté par **Verizon, Iberdrola (EuGB), TotalEnergies et Nextera**. Cette offre a été bien absorbée avec des carnets d'ordres sursouscrits en moyenne 3,2x et des primes à l'émission en resserrement de 37 bps en moyenne, reflétant un appétit des investisseurs toujours prononcé pour la classe d'actifs.

Secteurs : Tous les secteurs sont à l'écartement. On note une **sous-performance des loisirs, de la technologie** (notamment des émetteurs exposés à l'IA) et du secteur automobile. À l'inverse, l'immobilier et l'énergie surperforment.

Fondamentaux : La saison des résultats du T4 2025 s'est poursuivie avec des résultats dans l'ensemble en ligne avec les attentes, malgré une certaine dispersion. L'automobile (**Mercedes, Michelin**) affiche des performances décevantes, **Stellantis** ayant annoncé des dépréciations de 22 Mds€, signalé ne pas s'attendre à un FCF positif avant 2027 et suspendu son dividende 2026. Moody's et S&P ont donc dégradé Stellantis d'un rang à Baa3 et BBB-. La chimie (**Syensqo, Akzo Nobel**) et le secteur du luxe (**Kering**) font également état de difficultés persistantes. Dans l'immobilier, **Gecina, URW, Klépierre et Covivio** ont affiché des résultats solides, tout comme **Danone et Accor** au sein de la consommation et des loisirs, tandis que **Pernod Ricard et Carrefour** ont connu des performances plus contrastées. On notera qu'**EDF et Orano** ont affiché des résultats robustes, même si la hausse des capex devrait peser sur les métriques d'Orano.

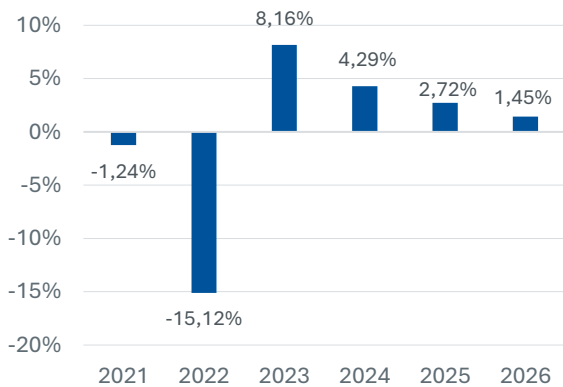
28 février 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	80 bps	+8 bps	+0,64%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	140 bps	+11 bps	+0,28%
iTraxx Main	56 bps	+4 bps	

Rendement et performances (à fin février 2026)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : La classe d’actif a enregistré une performance de **+0,30%** en février, portée par **une baisse notable des taux** (-18 bps sur le 5 ans allemand), ainsi que par **le portage**, tandis que **les spreads se sont légèrement écartés de 4 bps** pour clôturer à 268 bps. Tout au long du mois, les interrogations autour de l’impact de l’intelligence artificielle sur les éditeurs de logiciels ont constitué le principal moteur de l’évolution des spreads. S’y sont ajoutées, en fin de période, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Dans ce contexte, **les ratings les plus faibles ont connu les performances les moins favorables**.

Marché primaire : Le marché primaire s’est montré **relativement calme** avec **3,6 Mds€** d’émissions réparties entre quatre opérations.

Secteurs : Les médias (**Warner Bros, Asmodee**), le secteur de la chimie (la galaxie **Ineos, Solenis**) et l’automobile (**Pasubio, Nissan**) ont surperformé, tandis que la technologie (**Atos, ION**) et les services (**Kantar, House of HR**) sont restés en retrait.

Fondamentaux : Les émetteurs du segment **Software** ont souffert dans un contexte d’inquiétudes des investisseurs concernant les perturbations potentielles liées à l’IA. À l’inverse, **le secteur de la chimie s’est distingué par une performance particulièrement solide** en raison d’un soutien réglementaire progressif de la part des autorités européennes. Sur le front des notations, **le mois a été marqué par une nette prédominance des « downgrades »**. S&P a abaissé la notation d’**Ineos** à B+ et celle d’**Ineos Quattro** à B, citant un levier projeté plus élevé et un cycle baissier plus prolongé que prévu dans le secteur pétrochimique. Moody’s a abaissé **Kronos** à B2, citant des conditions de marché défavorables persistantes pour TiO2 et un levier très élevé. S&P a dégradé **Kronos** à CCC+ pour les mêmes raisons. S&P a abaissé **Goldstory** à B, citant une prévision de baisse des bénéfices due à la flambée des prix de l’or. Moody’s a baissé la perspective de **Goldstory** à négative pour la même raison.

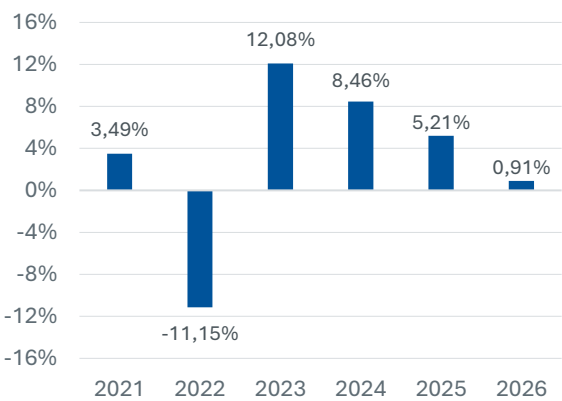
28 février 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	268 bps	+4 bps	+0,30%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	190 bps	+13 bps	+0,17%
iTraxx Crossover	260 bps	+13 bps	

Rendement et performances (à fin février 2026)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : les spreads se sont écartés, avec les Seniors bancaires à +8 bps, les Tier 2 à +12 bps et les AT1 à +16 bps (€AT1 : +16 bps). Sur le secteur de l'assurance, la tendance est similaire avec les Seniors à +24 bps et les Subordonnées à +15 bps. **Dans l'ensemble, les performances sont positives** : les Seniors bancaires ont progressé en février de +0,5%, les Tier 2 de +0,3%, les AT1 de +0,5% (€AT1 : +0,4%) et du côté des assureurs, les Seniors affichent -0,1% et les Subordonnées +0,4%.

Marché primaire : Le marché primaire a été actif avec plusieurs émissions d'AT1. En EUR, nous avons vu **Nykredit, BNP Paribas, Intesa Sanpaolo** et **National Bank of Greece**. En parallèle, **ING** et **Natwest** ont émis en USD. En Tier 2, il y a eu deux transactions en EUR (**Fidelidade, Danske Bank**) et une en USD (**SMFG**, une banque japonaise). Enfin, l'assureur finlandais **Sampo** a émis un RT1 en EUR.

Fondamentaux : Le mois a confirmé la **forte dynamique** de rentabilité dans le secteur bancaire, avec de nombreuses institutions affichant des **résultats records ou proches du record**. Parmi les performances notables figurent Caixa Bank, BPCE, Crédit Agricole et UBS. La plupart des acteurs ont maintenu un ROE/ROTE à deux chiffres et une solide génération organique de capital. Par ailleurs, les banques turques sont restées résilientes malgré un coût du risque plus élevé. Du côté de l'assurance, Zurich Insurance, Unipol, Axa, Munich Re et Swiss Re ont affiché des résultats records, tandis qu'Utmost a enregistré une collecte exceptionnelle (+43%). Par ailleurs, en Italie, **Banca Monte dei Paschi di Siena** a décidé de fusionner avec Mediobanca et de la retirer ensuite de la cote. En Irlande, Bank of Ireland se retirera de son activité de leveraged loans aux États-Unis, évaluée à 1,2 Md€, à la suite d'une revue stratégique. Enfin, l'activité de fusions-acquisitions est restée soutenue dans l'assurance avec la poursuite du processus Zurich / Beazley.

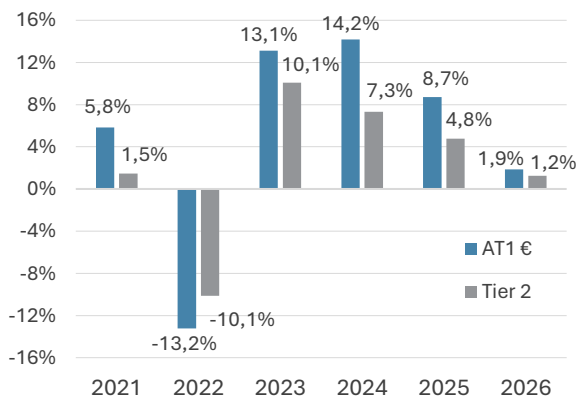
28 février 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	78 bps	+8 bps	+0,49%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	129 bps	+12 bps	+0,33%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	268 bps	+16 bps	+0,36%

Rendement et performances (à fin février 2026)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Perspectives

Environnement de marché

- **Début mars, l'offensive américano-israélienne contre l'Iran et la riposte régionale de Téhéran ont fait flamber les prix du pétrole et du gaz européen.** Dans ce contexte, les taux souverains ne servent pas de valeur refuge, les parties courtes de courbe étant fortement impactées. La paralysie du détroit d'Ormuz accentue les risques inflationnistes, surtout en Europe. **L'accalmie va probablement prendre quelques semaines, et pendant ce temps la volatilité sur les marchés de taux va perdurer.** Aux États Unis, la Réserve Fédérale est à l'aise avec une pause dans l'évolution de sa politique monétaire, justifiée par la résilience de la croissance et le niveau toujours élevé de l'inflation. À court terme, les risques sur l'inflation restent haussiers, à l'image des prix à la production supérieurs aux attentes. Peu de chance que l'institution change son fusil d'épaule à court terme. En zone euro, la BCE va devoir composer avec l'impact des prix haussiers de l'énergie. Cependant, à moins d'un conflit qui durerait plusieurs mois, il est peu probable qu'elle ajuste sa politique rapidement. Les parties courtes de courbe actuellement sous pression vont offrir des opportunités d'investissement.
- **Malgré des fondamentaux qui à ce stade restent porteurs pour le marché du crédit, plusieurs éléments continuent de s'accumuler, impactant négativement le sentiment de marché.** Les incertitudes relatives à l'impact de l'intelligence artificielle sur certains secteurs et émetteurs, les risques sur le crédit privé aux Etats-Unis et enfin le regain de tensions géopolitiques au Moyen-Orient attirent l'attention des investisseurs. Sur ce dernier risque, l'évolution des prix de l'énergie couplée aux nombreuses incertitudes entourant le conflit font craindre un scénario de stagflation qui pourrait être négatif pour la classe d'actifs. La durée du conflit et la capacité de l'administration américaine à éviter une disruption trop importante du transport maritime au Moyen-Orient seront clés pour contenir l'évolution des spreads de crédit. La visibilité reste toutefois limitée à court terme. Un conflit de quelques semaines permettrait de tirer profit de rendements redevenus plus attractifs, portés à la fois par une tension des taux et un écartement des primes de risque crédit. Un conflit plus long ferait craindre un impact négatif pour la croissance et pourrait impacter les fondamentaux de certains émetteurs.

Positionnement

- **Duration/Taux :** UK (+), US (=/-), Euro (+), Japon (=)
- **Crédit :** Neutre tactique 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 mars 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



Lazard Frères Gestion

LAZARD
FRÈRES GESTION