

The background of the left side of the page features a complex financial data visualization. It includes a grid of numbers, some in green and some in yellow, with plus signs. There are also several line graphs and bar charts overlaid on the grid. The overall color palette is a mix of blue, green, and yellow, with a semi-transparent effect.

• BILAN DE MAI 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 mai 2026 a été marqué par une évolution significative de la situation géopolitique au Moyen-Orient. Le climat régional s'est stabilisé grâce à l'annonce d'un cadre d'accord sino-américano-iranien prévoyant un cessez-le-feu de 60 jours. Cette volonté de **désescalade entre Washington et Téhéran**, malgré un environnement sécuritaire encore précaire, a permis un net repli des cours du brut. Le baril de Brent a chuté de 19% en mai, clôturant à 92\$ après avoir atteint un pic à 125\$ fin avril.

Aux États-Unis, l'économie affiche des signaux contrastés, marqués par une croissance qui s'essouffle, avec un PIB T1 révisé à 1,6 contre 2,0% attendu, et une inflation persistante. Si l'indice PCE d'avril a ralenti (0,4%), d'autres indicateurs comme l'ISM des prix payés et les prix à la production (+6% en avril) ravivent les craintes d'un retour de l'inflation. Le marché du travail reste robuste (créations d'emplois : +115k en avril, +172k en mai) avec un chômage à 4,3%. La modération salariale (+3,6% sur un an) offre un répit à la Fed, qui maintient ses taux inchangés (3,50% - 3,75%). Toutefois, des dissidences internes (Kashkari, Logan) prônent l'abandon du biais accommodant face à la résilience des prix de l'énergie et des services, ce qui a pénalisé les maturités courtes de courbe. Dans ce contexte, les rendements américains se sont tendus, de 14 bps à 4% pour une maturité deux ans, et de 6 bps à 4,44% pour une maturité à 10 ans.

En zone euro, les obligations souveraines ont tiré profit des espoirs sur le front géopolitique. Le taux allemand deux ans s'est détendu de 11 bps à 2,53% alors que le taux dix ans est repassé sous les 3% à 2,94%. Les indicateurs macroéconomiques publiés dessinent un scénario de stagflation de plus en plus prégnant, avec le décrochage des enquêtes d'activité et le rebond des anticipations d'inflation. L'inflation globale a été confirmée à 3,0% en avril conformément aux attentes, mais les indicateurs avancés suggèrent une persistance inquiétante. L'inflation sous-jacente est restée stable à 2,2%, mais reste sous la menace du rebond des prix à la production et des coûts de l'énergie. De plus, le bond des attentes à 1 an de la BCE, passant de 2,5% à 4,0%, accentue le risque de désencrage, défi majeur pour la crédibilité de la BCE.

Au Royaume-Uni, le marché obligataire s'est détendu sous l'effet conjugué d'une désinflation surprise et d'un ralentissement économique marqué. L'inflation globale a reflué à 2,8% en avril, tandis que l'inflation des services, indicateur clé pour la Banque d'Angleterre, s'est établie à 3,2%. Parallèlement, le secteur des services a basculé en territoire de contraction, signalant un coup d'arrêt pour le principal moteur de la croissance du pays, alors que le marché de l'emploi montre des signes de rupture avec un taux de chômage grimant à 5,0% et une perte nette de 100.000 salariés en avril. Enfin, l'instabilité politique croissante au sein de Downing Street est toujours d'actualité avec l'ascension d'Andy Burnham, partisan d'une politique budgétaire plus expansionniste, pesant sur la prime de risque des parties longues de la courbe des taux.

La performance du marché global des dettes souveraines en euro est positive de +0,40% en mai, portant la performance depuis le début de l'année à -0,35%.

Banques centrales

	Taux directeurs	Prochaine réunion
BCE (taux de dépôt)	2,00% (inchangé)	11 juin 23 juillet
Fed	3,50% - 3,75% (inchangé)	17 juin 27 juillet
BoJ	0,75% (inchangé)	16 juin 31 juillet
BoE	3,75% (inchangé)	18 juin 30 juillet

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation du mois
Allemagne	2,94%	-10 bps
France	3,55%	-14 bps
Italie	3,65%	-21 bps
Espagne	3,35%	-15 bps
Grèce	3,61%	-23 bps
États-Unis	4,44%	+7 bps
Japon	2,66%	+14 bps
Canada	3,41%	-13 bps
Australie	4,83%	-23 bps

Crédit Corporate Investment Grade

Performances et Spreads : Les marges de crédit se sont resserrées sur l'ensemble de la structure de capital (Senior -2 bps, Hybrides -9 bps) dans un contexte de volatilité persistante liée aux tensions au Moyen-Orient, malgré des signaux plus favorables en fin de mois. La classe d'actifs affiche une performance positive de +0,94%, portée par la détente des taux et dans une moindre mesure les composantes spread et portage.

Marché primaire : L'activité primaire a été très dynamique avec environ 65 Mds€ émis sur la période. L'opération la plus notable est la sextuple tranche d'Alphabet pour 9 Mds€. Toujours dans le secteur de la technologie, SAP a également levé 3,5 Mds€ via une structure en quatre tranches. Dans le secteur aérien, Lufthansa et IAG ont procédé à des opérations de refinancement, malgré le contexte, à des conditions d'émission relativement généreuses. Sur le segment hybride, Carlsberg a lancé avec succès une émission inaugurale à travers une double tranche (Perp NC5.25 et Perp NC8) pour 1,8 Md€.

Secteurs : Tous les secteurs sont au resserrement. L'automobile a surperformé sur le mois, suivie par l'énergie et la distribution. À l'inverse, les loisirs, les télécoms, l'immobilier et les utilities sous-performent.

Fondamentaux : Les publications de résultats du Q1 2026 continuent avec une grande majorité des émetteurs confirmant leurs perspectives 2026. Dans les télécoms, Deutsche Telekom se distingue par des résultats supérieurs aux attentes et un relèvement de notation par S&P à A-. Dans l'immobilier, Klépierre affiche un T1 robuste porté par l'indexation des loyers et un taux d'occupation élevé. Du côté de l'automobile, Stellantis a présenté un plan stratégique ambitieux articulé autour de quatre marques et ciblant une croissance significative des revenus en Europe et en Amérique du Nord. Enfin, Arkema, Alstom, Eiffage et Colonial publient des résultats en ligne avec les attentes, sans impact sur leurs courbes de crédit. Du côté des agences de notation, les mouvements du mois reflètent des trajectoires contrastées. Fitch a révisé à stable la perspective de Carlsberg (BBB+), saluant un désendettement plus rapide qu'anticipé. À l'inverse, S&P a placé Sodexo sous perspective négative, en raison de difficultés opérationnelles. Suedzucker fait l'objet d'une révision similaire de la part de S&P, le rythme de désendettement se révélant inférieur aux attentes. Enfin, S&P a indiqué que la notation BBB+ de Publicis serait préservée en cas d'acquisition de LiveRamp pour environ 2,2 Mds\$.

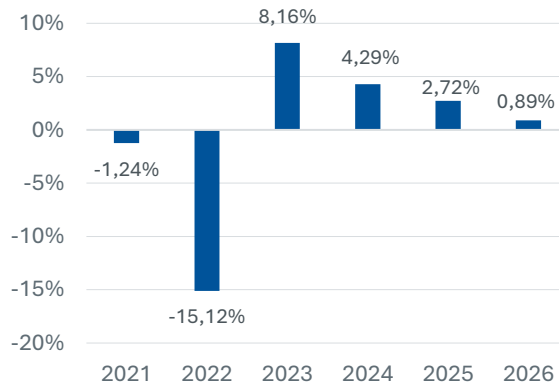
31 mai 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	76 bps	-2 bps	+0,94%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	132 bps	-9 bps	+1,30%
iTraxx Main	53 bps	-6 bps	

Rendement et performances (à fin mai 2026)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : Le High Yield Européen a **continué à se redresser avec une performance de +1,0%** sur le mois de mai, tirée à la fois par la poursuite du **resserrement de spreads de -20 bps** pour clôturer à 261 bps, mais aussi par **un repli des taux 5 ans de 11 bps**, qui terminent à 2,63%.

Marché primaire : Le marché primaire a été **actif** avec 11,7 Mds€ de nouvelles émissions, toujours essentiellement à des fins de refinancement. À noter **un seul financement de LBO (BASF Coatings)** ainsi que de **M&A (Molins)** et 2 sociétés qui **refinancent des loans en obligations (DomusVie et Opella)**.

Secteurs : Tous les secteurs enregistrent des performances positives, les biens d'équipement (**Fedrigoni, Ardagh, Evoca**), les transports (**Air Baltic, Air France, Lufthansa**) et l'industrie de base (**Arxada, Synthomer, Victorai**) affichant les meilleures performances. À l'inverse, les secteurs de l'**automobile (Antolin)** et des **médias (Telecolombus)** affichent des performances plus en retrait, portées par des situations idiosyncratiques.

Fondamentaux : Les secteurs qui avaient pâti de la hausse des prix du pétrole, tels que les transports et les biens d'équipement, **surperforment** dans un contexte de repli des cours pétroliers. **Les chimies continuent à progresser** portée par la perspective du second trimestre bien orientée. Côté notation, **les relèvements et les abaissements s'équilibrent**. **Assemblin** a été relevé à B1 par Moody's et à B+ par Fitch grâce à l'amélioration de son profil opérationnel. Moody's a relevé **Biogroup** à B2 à la suite du refinancement de sa structure de capital. À l'inverse, S&P a abaissé **Centriant** à B-, estimant que le redressement dépend d'un environnement concurrentiel très incertain. Moody's a abaissé la perspective d'**Ontex** à négative, en raison de l'inflation des coûts qui pèse sur la trajectoire de redressement de l'EBITDA.

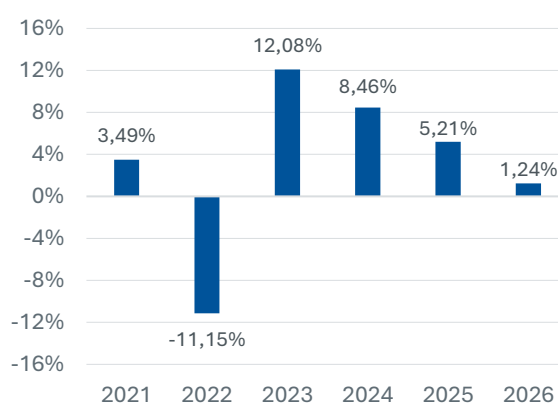
31 mai 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	268 bps	-20 bps	+1,00%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	193 bps	-10 bps	+1,16%
iTraxx Crossover	259 bps	-34 bps	

Rendement et performances (à fin mai 2026)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : Les spreads se sont légèrement resserrés sur le mois : -1 bp pour les Seniors bancaires, -5 bps pour les Tier 2, -1 bp pour les AT1 (€AT1 : -8 bps). Sur le secteur de l'assurance, l'évolution des spreads des Seniors est stable tandis que le spread des Subordonnées affiche -4 bps. **Les performances sont positives sur le mois** : les Seniors bancaires affichent +0,7%, les Tier 2 +0,9% et les AT1 +0,6% (€AT1 +1,3%). Sur le secteur de l'assurance, les Seniors terminent à +0,7% et les Subordonnées à +1,1%.

Marché primaire : Le marché primaire a été très actif avec 16,2 Mds€ d'émission de subordonnées. Le segment Tier 2 a été particulièrement actif, avec de nombreuses émissions en euro (ING, Triodos, UniCredit et Bank Millennium) et deux émissions en sterling (Barclays et Vanquis). De plus, de nombreux assureurs ont émis en euro : Aviva, AXA, BNP Cardif (double tranche), Generali, Intesa Sanpolo Assicurazioni, SCOR et Uniq. En AT1, BPER, Deutsche Bank et Unicaja ont émis en euro tandis que Santander, HSBC, SEB et Standard Chartered ont émis en dollar.

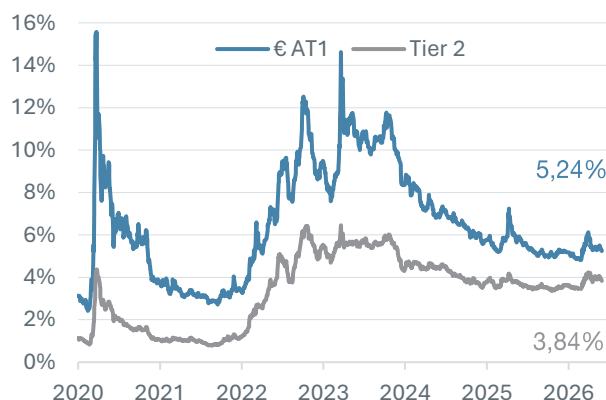
Fondamentaux : Les résultats publiés ce mois-ci confirment une dynamique solide des deux côtés de l'Atlantique. Les banques canadiennes se distinguent particulièrement avec des hausses de bénéfices comprises entre +15% et +34% sur un an. En Europe, la tendance est également bien orientée, avec des résultats globalement en progression, portés par la croissance des volumes et des revenus de banque d'investissement records. Du côté de l'assurance, les grandes compagnies affichent des hausses de primes et de bénéfices à deux chiffres, avec des ratios de solvabilité robustes.

Sur le plan des fusions-acquisitions, l'assureur belge **Ageas** envisagerait l'acquisition stratégique d'une participation de 5% dans BCP. Cette initiative intervient alors que des spéculations indiquent que Fosun pourrait chercher à céder sa participation de 20,45% dans le prêteur portugais. De plus, **UniCredit** a annoncé un accord non contraignant pour vendre une partie des activités de sa filiale russe, AO Bank, à un investisseur privé basé aux Emirats arabes unis. Par ailleurs, un article de presse indique que la société canadienne **Intact** étudie la possibilité d'une offre d'achat sur Hiscox.

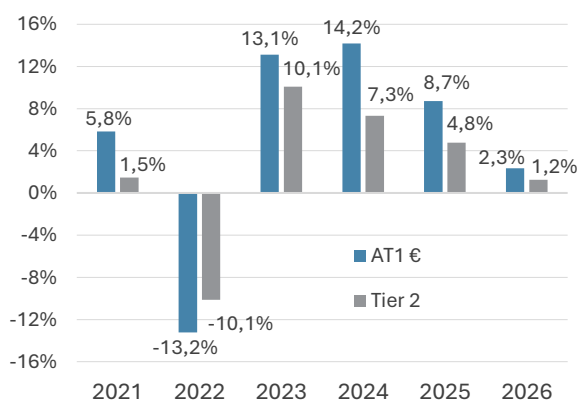
31 mai 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	73 bps	-1 bp	+0,73%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	122 bps	-5 bps	+0,92%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	257 bps	-8 bps	+1,28%

Rendement et performances (à fin mai 2026)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Perspectives

Environnement de marché

L'émergence d'un protocole d'accord entre Washington et Téhéran, avec en perspective une réouverture graduelle du détroit d'Ormuz, amorce une accalmie significative des primes de risques géopolitiques. Cette désescalade majeure devrait entraîner un reflux des cours du pétrole et du gaz, et détendre les taux courts et longs. Les parties courtes de courbe semblent intégrer encore trop de prime si la réouverture du détroit se fait avant l'été. Cependant, l'économie mondiale ne retrouvera pas sa fluidité pré-conflit : les coûts de transport et d'énergie intégreront durablement des primes de risque, pesant sur la croissance.

Ce contexte ne devrait pas favoriser une remontée significative des taux de la part des banques centrales. En zone euro, l'inflation sous-jacente de mai à 2,5% en glissement annuel devrait soutenir une hausse des taux de 25 bps, mais il est difficile à ce stade d'imaginer une poursuite avec les données actuellement disponibles. Du côté de la Réserve Fédérale, la dynamique d'inflation est préoccupante, et l'institution devrait rester vigilante vis-à-vis de son évolution, surtout dans un contexte où le marché du travail ne fléchit pas. Plusieurs membres estiment que l'institution devrait remonter ses taux, comme L. Logan. Le marché intègre désormais une hausse de 25 bps de la Fed d'ici la fin de l'année. Une fois de plus, la rapidité de réouverture du détroit d'Ormuz va compter pour rassurer sur l'inflation future. D'autant plus que la position de l'administration Trump dans ce conflit est de moins en moins compréhensible. La Chambre des Représentants du Congrès a d'ailleurs adopté un texte visant le retrait des troupes américaines. La courbe des taux américaine pourrait ainsi rester volatile dans les semaines à venir.

Le marché du crédit a choisi son camp et intègre graduellement une résolution du conflit. Les espoirs d'une désescalade du conflit au Moyen-Orient ont maintenu un sentiment constructif des investisseurs sur la classe d'actif. La saison des publications du T1 2026 a été de bonne tenue et s'est voulue rassurante avec des perspectives 2026 inchangées pour la plupart des acteurs. Dans ce contexte, les spreads se sont globalement détendus malgré un écartement en milieu de mois limité dans son ampleur. Il est vrai que le niveau des spreads semble de plus en plus vulnérable à un scénario négatif, que ce soit sur le front géopolitique ou de ralentissement sévère de l'économie, mais le niveau absolu des taux rend les obligations de crédit toujours attractives. Néanmoins, les incertitudes demeurent et les investisseurs guettent d'éventuels signaux indiquant un ralentissement de l'activité dans les mois à venir.

Si le conflit au Moyen-Orient se résout rapidement, les actifs risqués devraient surperformer. Une désescalade crédible (cessez-le-feu durable et réouverture d'Ormuz) entraînerait une compression des primes de risque sur le crédit et les taux souverains périphériques. À l'inverse, en cas d'enlisement, la situation continuerait de se dégrader avec une pression accrue sur les primes de risque. Un pétrole durablement élevé sur fond de tensions à Ormuz installerait un régime stagflationniste : inflation persistante, voire en réaccélération, et croissance atone. Les banques centrales seraient contraintes de maintenir, voire relever leurs taux malgré le ralentissement. La pression s'exercerait alors sur plusieurs fronts : spreads de crédit (d'autant plus vulnérables qu'ils partent de niveaux serrés), spreads souverains périphériques et prime de terme.

Positionnement

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

Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 9 juin 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