

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 line graph with a yellow trend line, a candlestick chart, and several bar charts. Large, glowing green numbers like '+6.58', '+10.09', '+5.09', and '+5.63' are overlaid on the charts.

• BILAN D'AOÛT 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 d'août a été marqué par une nouvelle phase du conflit américano-iranien. Le baril de Brent s'est ainsi redressé vers 90\$/b en fin de mois après avoir touché 80\$/b en début de mois. La reprise des hostilités et les incidents à répétition dans le Golfe ont ravivé les craintes de disruption sur les marchés énergétiques. Le trafic dans le détroit est resté très inférieur à son niveau d'avant-guerre. Les craintes d'un retour de l'inflation ont refait surface. **Par ailleurs, le mois a été rythmé par le symposium annuel de Jackson Hole**, où le nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, a réaffirmé un objectif d'inflation PCE à 2% qu'il a qualifié de « cible ferme et fixe », jugeant que les données de l'été, bien que meilleures qu'attendu, ne permettent pas de conclure à une amélioration durable des tendances sous-jacentes. Cette posture très « hawkish » a ouvert la porte à un possible resserrement dès septembre, même si les membres du comité attendront les données d'inflation d'août. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, présent à Jackson Hole, a maintenu un ton prudent sans nouvelle annonce de politique monétaire.

Aux États-Unis, la Réserve Fédérale n'a pas tenu de réunion en août, la prochaine échéance étant prévue le 16 septembre. Les marchés intègrent une probabilité proche de 70% d'une hausse de taux à cette occasion. Dans ce contexte, la courbe s'est légèrement aplatie, le taux à deux ans progressant de 6 bps à 4,34%, tandis que le taux à dix ans est resté quasiment stable, clôturant le mois à 4,75%, la partie courte réagissant plus vivement que la partie longue au raidissement du discours de la Réserve Fédérale. Pourtant les données d'inflation de juillet ont envoyé un message rassurant, notamment sur la partie sous-jacente qui se stabilise et ne montre toujours pas de rebond notable.

En zone euro, le taux allemand à deux ans est remonté de 12 bps à 2,94%, tandis que le taux à dix ans a clôturé au plus haut depuis 2011, à 3,32%. La BCE n'a pas non plus tenu de réunion en août, la prochaine échéance étant prévue le 10 septembre. Les données d'inflation pour le mois de juillet sont ressorties stables à 2,9% en rythme annuel, de même que l'inflation sous-jacente est restée stable à 2,5%. Le fait notable est l'augmentation des prix du gaz de près de 20% sur le mois, conduisant les marchés à intégrer une hausse de 25 bps du taux de dépôt lors de la réunion de septembre, à 2,50%, avec une probabilité d'environ 80% d'un autre relèvement d'ici décembre. Le spread OAT-Bund s'est sensiblement écarté sur le mois à environ 85 bps, tandis que le spread BTPS-Bund 10 ans s'est maintenu proche de 83 bps, les taux français dépassant les taux italiens pour la première fois depuis plusieurs mois.

Au Royaume-Uni, la prochaine réunion de la Banque d'Angleterre est prévue le 17 septembre. Les rendements ont poursuivi leur légère ascension sur l'ensemble de la courbe, dans le sillage du mouvement global des taux souverains et du raidissement du discours des grandes banques centrales, le rendement à dix ans franchissant le seuil de 5% en fin de mois.

La performance du marché global des dettes souveraines en euro a été négative en août (-0,14%), portant la performance depuis le début de l'année à -1,29%.

Banques centrales

	Taux directeurs	Prochaine réunion
BCE (taux de dépôt)	2,25% (inchangé)	10 sept. 29 oct.
Fed	3,50% - 3,75% (inchangé)	16 sept. 28 oct.
BoJ	1,00% (inchangé)	18 sept. 30 oct.
BoE	3,75% (inchangé)	17 sept. 5 nov.

Taux souverains

	Taux 10 ans	Variation du mois
Allemagne	3,32%	+17 bps
France	4,18%	+24 bps
Italie	4,15%	+19 bps
Espagne	3,78%	+18 bps
Grèce	3,99%	+8 bps
États-Unis	4,75%	+8 bps
Japon	2,94%	+13 bps
Canada	3,74%	+15 bps
Australie	5,09%	+10 bps

Source : Bloomberg, au 31 août 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 terminent inchangés sur le mois d'août pour les Senior, tandis que les hybrides se sont resserrées de -5 bps, dans un contexte de forte tension des taux de base. La classe d'actifs affiche une performance de **-0,25 %** sur le mois, impactée par cet effet taux négatif.

Marché primaire : L'activité primaire est restée majoritairement concentrée sur la seconde partie du mois d'août avec un total de **24 Mds€ émis**, après une trêve estivale marquée par une seule opération : **Eurogrid** (500 M€ à 12 ans). **Thales** s'est présenté après trois ans d'absence (1 Md€ en deux tranches). **AstraZeneca** a placé quatre tranches pour 2,5 Mds€ aux côtés de **Veolia**, **Sodexo**, **Continental**, **Caterpillar Financial**, **Philips**, **Cofiroute** et **Klépierre**. Le marché primaire hybride a été porté par trois émissions inaugurales : **Sika** à travers une double tranche pour un total de 1 Md€ (30 NC 5,75 et 30 NC 8,75), **Swisscom** (500 M€ Perp NC 5) et **Tennet Germany** en deux tranches pour 2,6 Mds€ (30.25 NC 5,25 et 30.5 NC 8,5). Le taux de couverture moyen était de l'ordre de 3,2x avec une demande plus forte sur les hybrides (4.5x en moyenne).

Secteurs : La dispersion sectorielle est demeurée réduite (-3 à +2 bps). **Les secteurs de l'automobile et de l'énergie surperforment tandis que les médias et l'immobilier sous-performent.**

Fondamentaux : La saison des publications semestrielles a dominé le mois. Dans l'immobilier, **Vonovia**, **Grand City Properties** et **Aroundtown** affichent de bonnes performances et confirment leurs objectifs pour 2026. Côté utilities, **EDF** subit la baisse des prix de marché (guidance 2026 abaissée) pour une dette nette stable et un levier de 1,8x. **Pernod Ricard** a déçu avec un CA organique en recul et des perspectives de moyen terme revues à la baisse. Sur l'automobile, **Continental** a dépassé les attentes, tandis que **Stellantis** cumule le rappel de 850 000 véhicules aux États-Unis et le doublement à 50% des droits de douane sur ses modèles assemblés à Windsor. **Côté notations**, Moody's a relevé **Teva** en catégorie IG, **Evonik** et **Unibail-Rodamco-Westfield** de Baa2 à Baa1, et quatre souches hybrides **Vodafone** de Ba1 à Baa3 après alignement de leurs clauses de subordination. S&P a relevé **Securitas** de BBB à BBB+ et Fitch a porté à positive la perspective du BBB- de **Fresenius SE**. À l'inverse, **easyJet** a été placé sous revue pour dégradation par Moody's et sous surveillance négative par S&P à la suite de l'offre d'Apollo.

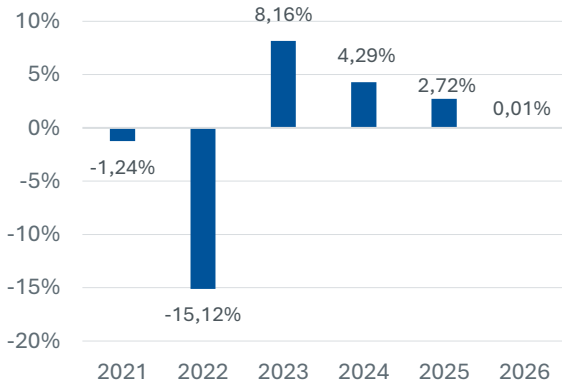
31 août 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Corporate Investment Grade (EN00)	76 bps	-1 bp	-0,29%
Dettes hybrides Investment Grade (ENSU)	127 bps	-5 bps	+0,24%
iTraxx Main	51 bps	-3 bps	

Rendement et performances (à fin août 2026)

Rendement à terme (YTM EN00 Index)



Performances annuelles (EN00 Index)



Crédit Corporate High Yield

Performances et spreads : Le mois d'août a été marqué par une hausse des taux, mais cette évolution a été plus que compensée par un resserrement des spreads (-7 bps) et par un portage toujours élevé, permettant au marché du high yield européen d'afficher une **performance résiliente de +0,32%**. Le resserrement des spreads a notamment été soutenu par la solidité des résultats du deuxième trimestre, les perspectives ayant été confirmées dans la majorité des cas. Les obligations notées B ont surperformé les BB, tandis que les CCC ont terminé le mois en territoire négatif.

Marché primaire : Le marché primaire est resté quasiment fermé en août, avec seulement 0,6 Md€ émis au cours du mois. L'activité s'est limitée à quelques opérations de niche.

Secteurs : Les secteurs de la **technologie** (ams OSRAM, Atos, TeamSystem), des **emballages** (Toucan, Ardagh, Ardagh Metal Packaging, Stora Enso) ainsi que l'**immobilier** (CPI, Aroundtown) ont enregistré les meilleures performances, soutenus par des résultats bien orientés au deuxième trimestre. À l'inverse, les **médias** (Tele Columbus), les **loisirs** (Merlin, Evoke) et les **télécommunications** (Altice, Virgin Media, SFR, SES) ont terminé le mois dans le rouge.

Fondamentaux : Le mois d'août a confirmé la montée en puissance du thème « intelligence artificielle et data centers ». **SoftBank** a poursuivi le financement de ses engagements de 40 Mds\$ dans OpenAI, tandis que **CoreWeave** a relevé ses objectifs annuels et porté son plan d'investissement 2026 à près de 39 Mds\$. Dans les satellites, **Eutelsat** et **SES** ont franchi une nouvelle étape du programme européen IRIS, dont le coût total atteint désormais 15,6 Mds€. Enfin, le marché a également été marqué par plusieurs annonces d'IPO, notamment celles d'**Aggreko** et de la filiale indienne de **Mahle**. Côté notations, après le relèvement de **Teva** en catégorie Investment Grade par Moody's, **Telecom Italia** pourrait suivre la même trajectoire : les trois agences ont placé le groupe sous surveillance positive après l'approbation de l'offre de Poste Italiane. À l'inverse, **Coty** a été abaissé de deux crans à BB- par Fitch dans le prolongement de la résiliation de la licence Gucci Beauty.

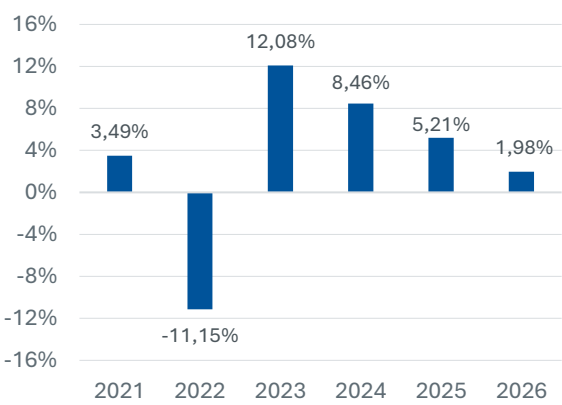
31 août 2026	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Euro Corporate High Yield (HEAE)	263 bps	-7 bps	+0,32%
Dettes hybrides High Yield (HNEC)	188 bps	-8 bps	+0,50%
iTraxx Crossover	248 bps	-15 bps	

Rendement et performances (à fin août 2026)

Rendement à terme (YTM HEAE Index)



Performances annuelles (HEAE Index)



Dettes Financières

Performances et spreads : En août, le spread des Seniors bancaires est resté inchangé, les Tier 2 bancaires affichent +1 bp tandis que les AT1 se resserrent de -8 bps (AT1€ : -5 bps). Sur le secteur de l'assurance, le spread des Seniors est stable et celui des Subordonnées s'écarte légèrement (+2 bps). Les performances ont été globalement stables : **les Seniors bancaires ont terminé flat**, tandis que les Seniors et les Subordonnées d'assurance ont chacune reculé de -0,1 %. **Les Tier 2 bancaires ont progressé de +0,1 %, tandis que les AT1 ont affiché une performance de +0,4 % (€AT1 : +0,1 %).**

Marché primaire : Le marché primaire a réouvert en seconde partie de mois, avec un volume d'émission de subordonnées d'environ **4,7 Mds€**. En AT1, on compte une émission en dollars de **BNP Paribas**, une émission multi-devises de **Danske Bank** en couronnes danoise, norvégienne et suédoise, et une seconde émission de BNP Paribas, en dollars de Singapour. En Tier 2 bancaire, quatre émissions en euros (**SEB, KBC** — accompagnée du call de sa souche existante —, **RBI** en format Green et **BFCM**), une en livre sterling (l'émission inaugurale de **CMC Markets**) et une en couronnes scandinaves (**Ringkjøbing Landbobank**). Côté assurance, **Nippon Life** et **La Mondiale** ont émis du Tier 2 en euros, tandis que **Mapfre** a annoncé un pipeline de dette Tier 2 et Senior destiné à financer l'acquisition de Safety Insurance.

Fondamentaux : La croissance des encours, tirée par la demande des entreprises, soutient les revenus dans tous les pays. De plus, de nombreuses guidances 2026 ont été relevées. Parmi les faits marquants : des **résultats records chez KBC** (1,7 Md€, +9%, guidance relevée sur toutes les lignes), **Commerzbank** (1,8 Md€, +40%), **BPER** et **Banco BPM**, un meilleur trimestre depuis l'intégration de Mediobanca pour **Monte dei Paschi** (guidance 2026 relevée à 3,6 Mds€ avant impôt), et un relèvement de la guidance de NII chez HSBC comme chez ABN AMRO. **En France, toutes les banques renouent avec la croissance des encours, des revenus et des résultats**, avec un RoTE supérieur à 12% partout sauf chez BPCE (+30% néanmoins, porté par Novobanco) et au Crédit Mutuel. Au Canada, les six grandes banques affichent des progressions à deux chiffres sur 9M26.

31 août 2026

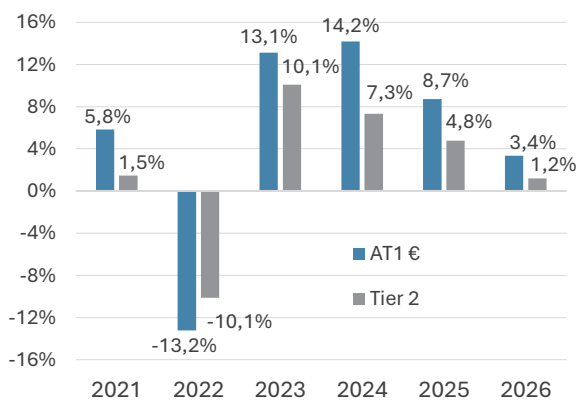
	Spreads	Δ MTD	Perf MTD
Banks Senior EUR (JPSUSBEG)	72 bps	+/- 0 bp	+/-0%
Banks Tier 2 IG EUR (JPSULTEG)	121 bps	+1 bp	+0,1%
Banks AT1 EUR (I30904EU) – Spreads au call	229 bps	-5 bps	+0,1%

Rendement et performances (à fin août 2026)

Rendements au pire (YTW I30904EU / JPSULTEG)



Performances annuelles (AT1€ / Tier 2)



Perspectives

Environnement de marché

Le dossier du conflit en Iran et de la réouverture du détroit d'Ormuz n'est pas refermé et restera le principal catalyseur à surveiller : une stabilisation durable du cadre irano-omanais permettrait une poursuite de la détente des prix du pétrole, tandis qu'une nouvelle escalade réactiverait rapidement la prime de risque énergétique avec une poursuite des hausses de rendements obligataires. Le calendrier des banques centrales sera chargé et rapproché : BCE le 10 septembre (hausse de 25 bps désormais quasi actée), données d'inflation CPI américain le 11 septembre, réunion FOMC les 15-16 septembre, BoE le 17 septembre. Les données d'inflation aux Etats-Unis vont être clé : la Fed pourrait choisir la prudence en septembre plutôt qu'un geste de +25 bps si les données restent encourageantes, renvoyant une éventuelle hausse à octobre voire décembre. **En zone euro, l'évolution des prix du gaz sera à surveiller, d'autant plus que le niveau des stocks reste bas à ce jour.** Il est peu probable que la BCE abandonne rapidement une position de vigilance même si une pause peut être marquée après le meeting de septembre. **Par ailleurs, en France la perspective du vote compliqué d'un budget constitue un risque à la performance du spread OAT-Bund**, indépendamment de la trajectoire des taux de la BCE et des taux allemands. Au Japon, la trajectoire du yen restera dépendante des interventions coordonnées mais surtout de la crédibilité budgétaire, plus que du seul différentiel de taux. Signe de la détérioration de cette crédibilité budgétaire, le taux à dix ans est passé au-dessus de 3% pour la première fois depuis près de 30 ans.

Sur le marché du crédit, la résurgence des tensions géopolitiques en fin de mois n'a que modérément entamé la résilience des spreads, qui restent proches de leurs niveaux de juillet après une phase de compression en début de mois suivie d'un écartement limité au fil de la saison des publications et du regain de volatilité pétrolière. Le contexte de taux longs plus élevés a continué de peser sur la performance totale de la classe d'actifs, mais **la bonne tenue des spreads dans cet environnement traduit un sentiment toujours constructif des investisseurs à l'égard des fondamentaux de crédit.** La faible liquidité estivale a par ailleurs limité l'ampleur des mouvements, les coûts de friction dissuadant les réallocations marquées. **Le portage reste solide, porté par des rendements en hausse, ce qui maintient l'attractivité de la classe d'actifs.** Les flux et l'activité sur le marché primaire devraient reprendre plus nettement en septembre, avec un calendrier d'émissions généralement dense après la pause estivale — à surveiller de près compte tenu du contexte de taux et de la densité du calendrier macroéconomique et politique.

Positionnement

- **Duration/Taux** : UK (+), US (+), Euro (+), Japon (+)
- **Crédit** : Neutre sur le Crédit Investment Grade, le High Yield Euro et les dettes subordonnées.
- **Maturité** : Préférence pour les maturités courtes à intermédiaires.
- **Secteurs** : Banques, Télécoms, Chimie.

Avertissement au lecteur

Rédaction du document achevée le 7 septembre 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