

FIXED INCOME

• ABSOLUTE RETURN

# Une approche à envisager dans un contexte incertain

Malgré la bonne orientation des marchés au cours des derniers mois, les données semblent indiquer que l'exercice 2025 se conclura par un ralentissement économique global. La première économie mondiale montre des signes de faiblesse et les incertitudes économiques restent nombreuses, les tensions commerciales et géopolitiques n'étant pas encore totalement apaisées. Dans ce contexte, un retour de la volatilité sur les marchés nous semble probable.

Pour y faire face, l'une des solutions qui s'offre aux investisseurs est de se tourner vers les stratégies « Absolute Return », dont la particularité est d'être agiles et flexibles. Lazard Frères Gestion dispose d'une importante expertise dans ce domaine, appliquée à différents segments des marchés obligataires. L'objectif : dégager une performance positive chaque année, quelles que soient les conditions de marché et indépendamment d'un indice de référence, tout en appliquant une discipline rigoureuse en matière de gestion des risques.

Ceci est une communication publicitaire. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et sont susceptibles d'évoluer.

LAZARD  
FRÈRES GESTION

# Partie I : Une volatilité vouée à perdurer

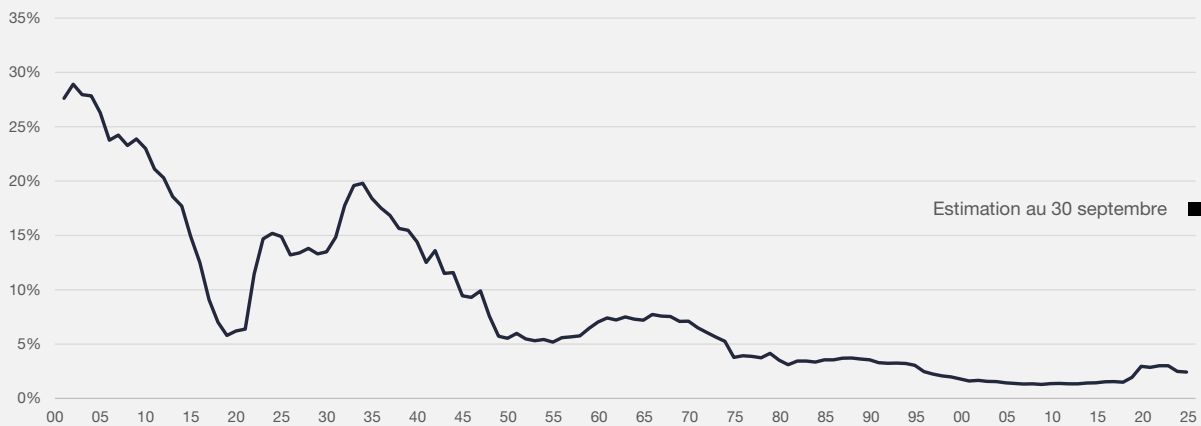
## A. États-Unis : l'impact des droits de douane reste à venir

Depuis le début de l'année, les marchés actions et obligataires ont été particulièrement sensibles au sujet des droits de douane américains. Après l'inquiétude suscitée par les annonces de mars-avril, les marchés ont retrouvé un certain optimisme à mesure que le risque d'une escalade tarifaire entre les États-Unis et ses principaux partenaires commerciaux s'est estompé.

Pour autant, l'optimisme des marchés reste fragile. À l'issue des négociations en cours, les droits de douane moyens applicables aux marchandises importées sur le sol américain devraient atteindre en moyenne près de 20%, contre 2,5% auparavant (graphique 1).

Figure 1

États-Unis | Droits de douane moyen  
Pourcentage de la valeur des importations de 2024



Source : Yale Budget Lab

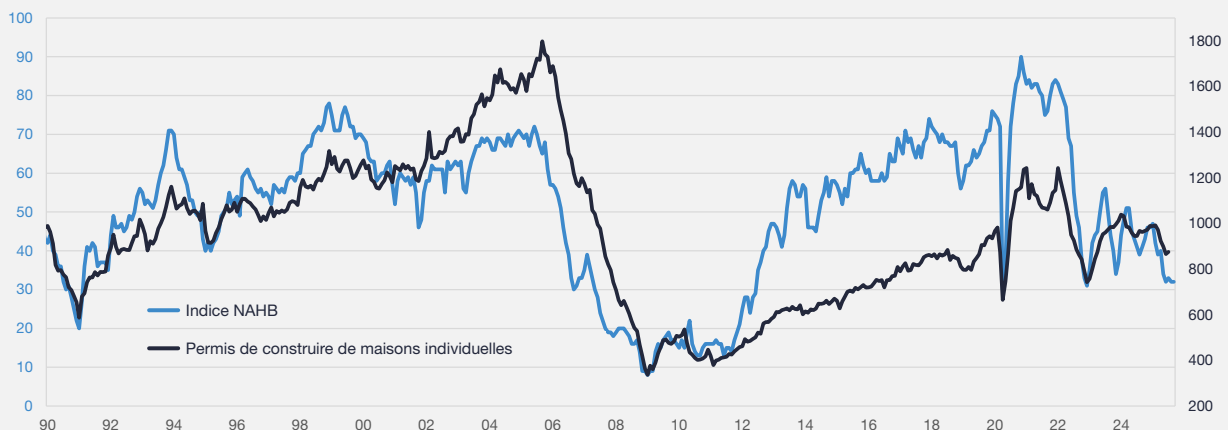
Ce niveau exceptionnellement élevé, au plus haut depuis les années 1930, risque de se répercuter sur les données d'inflation et devrait impacter significativement la consommation américaine. Tout porte à croire que l'essentiel des conséquences des droits de douane, potentiellement dommageables pour l'activité, reste donc devant nous, alors que le marché de l'emploi américains donne des signes de faiblesse.

La consommation des ménages a d'ailleurs d'ores et déjà commencé à se replier, notamment en raison du ralentissement des revenus d'activité des foyers. Les indices de confiance des consommateurs suivent la même tendance.

D'autres signaux amènent à rester vigilants vis-à-vis de l'économie américaine. Dans le secteur immobilier, les volumes de ventes dans l'ancien ont atteint un point bas de neuf mois sous l'effet de taux d'emprunts élevés (7% à 30 ans), entraînant désormais une baisse des permis de construire (graphique 2).

Figure 2

États-Unis | Permis de construire et confiance des constructeurs de maisons



Source : Bloomberg

La Fed est dans une position délicate. L'inflation semble montrer des signaux haussiers tantôt dans les biens, tantôt dans les services, alors que la demande domestique et le marché de l'emploi ralentissent sans pour autant pousser l'économie vers la récession. Dans ce contexte, elle se montrera très prudente au cours des prochains mois et conditionnera la baisse des taux directeurs à des progrès sur le front de l'inflation. On notera que le maintien d'un déficit public américain élevé génère également une pression haussière sur les taux longs qui contribuent à resserrer les conditions financières pour les ménages et entreprises.

## B. Europe : une conjoncture mieux orientée, mais encore fragile

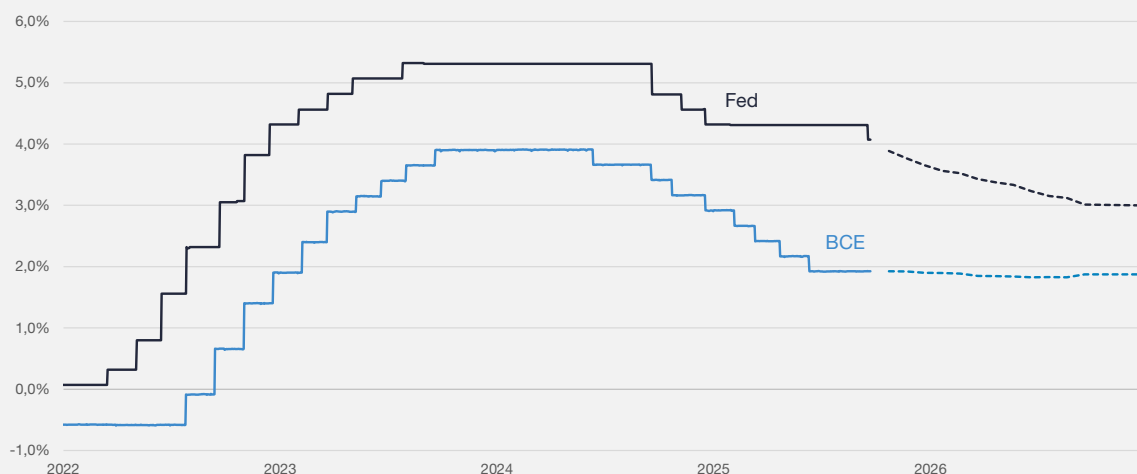
En Europe, la conjoncture n'est pas la même qu'aux États-Unis. Alors que l'Europe a connu une croissance solide au premier trimestre grâce à des exportations exceptionnelles liées à l'anticipation des droits de douane, son élan s'est ralenti.

Au cours des prochains mois, la baisse des exportations vers les États-Unis devrait continuer de peser sans pour autant déclencher un accident : elles ne représentaient que 2% du PIB européen en 2024, un chiffre relativement modeste. Surtout, à partir de la fin de l'année, le plan d'investissement allemand commencera à produire ses effets sur la croissance de la zone euro, ce qui n'est probablement pas étranger à la bonne tenue des enquêtes récentes (indice IFO en Allemagne ou encore PMI composite de l'ensemble de la zone euro).

Surtout, contrairement aux États-Unis, la trajectoire de l'inflation est bien orientée. Cela permet à la BCE de disposer de marges de manœuvre en cas de ralentissement de l'économie plus marqué que prévu. Notons cependant que la BCE est plus avancée que la Fed dans son cycle de baisse de taux (graphique 3). Le potentiel d'assouplissement est donc moindre, mais les entreprises bénéficient depuis plusieurs trimestres d'un environnement de taux nettement plus modéré qu'aux États-Unis, constituant un soutien supplémentaire à l'économie.

Figure 3

### Taux courts | Anticipations de marché



Source : Bloomberg

Pour autant, les marchés européens resteraient naturellement sensibles à une éventuelle dégradation de l'économie américaine. Sur les marchés obligataires européens, tout comme aux États-Unis, l'attention reste par ailleurs focalisée sur la problématique des déficits publics de certains pays, notamment de la France, qui peine à revenir vers une trajectoire plus saine.

## C. Des tensions géopolitiques persistantes

Enfin, l'économie mondiale reste dépendante des évolutions géopolitiques dans un contexte de fortes tensions. Les conflits russo-ukrainien et israélo-palestinien restent au cœur de l'actualité et leur règlement reste particulièrement complexe. Ces guerres ont non seulement un lourd impact humanitaire et économique, mais également d'importantes répercussions politiques en polarisant les opinions publiques au-delà des zones de conflits. Ce contexte multiplie les risques d'événements politiques inattendus, générateurs d'incertitudes sur les marchés. Le calendrier électoral s'annonce calme en 2026, mais plusieurs échéances notables auront lieu en 2027.

## Partie II : L'intérêt de l'approche « Absolute Return »

### A. Générer une performance positive dans tous les cycles de marché

Le contexte actuel se prête donc à la recherche de solutions capables de générer des performances positives sans dépendre de la tendance des marchés. Tel est le cas des stratégies « Absolute Return » qui, contrairement aux stratégies traditionnelles dont l'allocation est souvent proche de celle des indices de référence, visent à performer dans tous les cycles de marché en tirant parti d'un large éventail d'opportunités.

On notera qu'il s'agit d'une approche résolument active, où les convictions et choix de gestion constituent le véritable moteur de performance des fonds. D'où l'importance de laisser aux gérants d'importantes marges de manœuvre pour mettre en œuvre leur stratégie et ajuster le portefeuille rapidement en fonction des fluctuations de marché.

### B. Les atouts de l'Absolute Return sur le segment obligataire

Sur les marchés obligataires, il est intéressant de souligner que l'approche « Absolute Return » permet de tirer parti de certains paramètres qu'un fonds obligataire classique ne peut pas directement exploiter.

Sur l'aspect crédit, l'approche Absolute Return offre la possibilité de s'adapter à la conjoncture grâce à une diversification sur différents segments de marché. Le principe est simple : privilégier les segments à haut rendement (High Yield, marchés émergents) lorsque la conjoncture est favorable, et les segments plus défensifs (Investment Grade, souverain, monétaires) lorsque l'incertitude domine. De même, cette approche permet de s'exposer à différents degrés de subordination en fonction du contexte : on privilégiera ainsi les dettes seniors en cas de conjoncture défavorable, et les dettes subordonnées (AT1 et Tier 2 pour les émetteurs bancaires) lorsque celle-ci semble plus dégagée.

Par exemple, l'année 2018 a été favorable aux titres souverains dans un environnement d'aversion au risque, tandis que les années 2013, 2017, 2019 et 2024 ont été particulièrement positives pour le crédit High Yield et les dettes subordonnées financières (graphique 4).

Figure 4

#### Performances des sous-segments du marché obligataire de 2013 à 2024

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.  
Les performances s'apprécient à l'issue de la durée de placement recommandée.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Min	Max
Obligations souveraines - Global	-1%	8%	1%	2%	0%	0%	4%	4%	-3%	-14%	4%	0%	-14%	8%
Obligations souveraines - Européennes	2%	13%	2%	3%	0%	1%	7%	5%	-3%	-18%	7%	2%	-18%	13%
Euro - Investment Grade	2%	8%	0%	5%	2%	-1%	6%	3%	-1%	-14%	8%	5%	-14%	8%
Dettes subordonnées financières - Investment Grade	7%	9%	2%	5%	8%	-3%	10%	3%	0%	-13%	9%	7%	-13%	10%
Euro - Corporate High Yield	9%	5%	1%	10%	6%	-4%	10%	3%	3%	-11%	12%	8%	-11%	12%
US - Investment Grade	-2%	7%	-1%	4%	4%	-5%	11%	8%	-2%	-18%	6%	1%	-18%	11%
US - High Yield	7%	2%	-5%	16%	5%	-5%	11%	4%	4%	-13%	11%	6%	-13%	16%
Dettes Hybrides Corporate - Investment Grade	6%	8%	-2%	8%	10%	-4%	12%	3%	2%	-13%	10%	9%	-13%	12%
Dettes Hybrides Corporate - High Yield	13%	8%	1%	11%	10%	-5%	13%	3%	2%	-16%	10%	14%	-16%	14%
AT1	14%	9%	5%	7%	13%	-6%	16%	6%	4%	-13%	5%	11%	-13%	16%

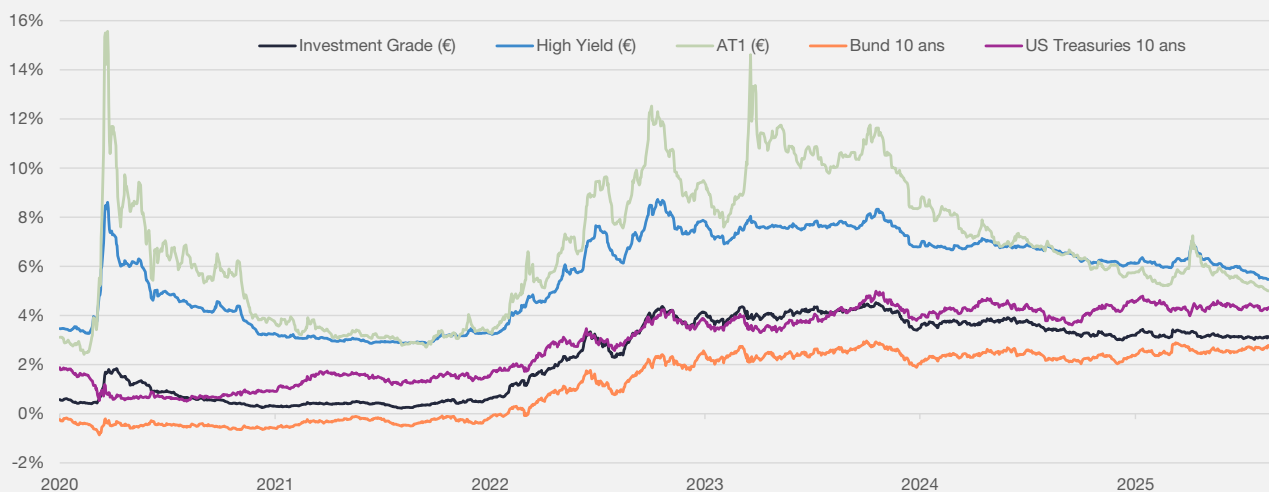
Source : Bloomberg. Performances Total Return couvertes en euro.

Indices : W0G1, EG00, ER00, EBSU, HEAE, HEBO, C0A0, H0A0, GNEC, HNEC, Bloomberg Global Contingent Capital.

L'une des caractéristiques majeures des fonds obligataires « Absolute Return » est également de pouvoir opter pour un positionnement en durée négative pour tirer parti d'un mouvement de hausse des taux, au lieu de le subir. Ce levier a été particulièrement utile en 2022 et 2023 dans un contexte de forte hausse des taux (graphique 5).

Figure 5

### Rendements à maturité de certains segments du marché obligataire



Source : Bloomberg, au 31 août 2025.

Les fonds d'Absolute Return peuvent enfin tirer parti de variations entre les taux courts et les taux longs d'un même émetteur par exemple. Ces stratégies reposent sur le recours à des produits dérivés tels que des futures sur les taux ou des protections crédits afin de réguler les expositions souhaitées selon l'évolution des marchés.

## C. Transformer l'incertitude des marchés en opportunité

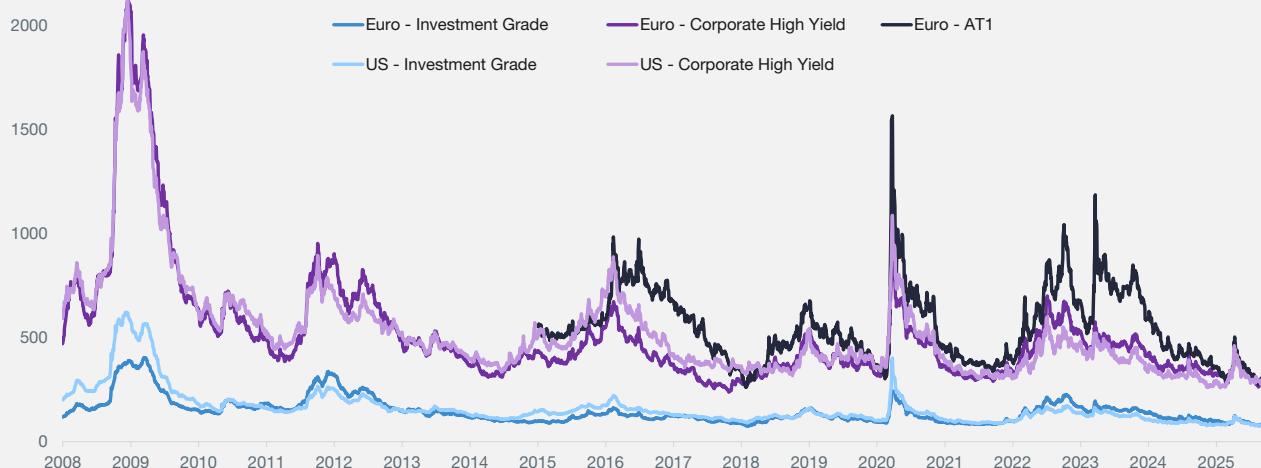
**En somme, les stratégies « Absolute Return » permettent aux investisseurs de tirer parti de la volatilité des marchés en profitant de la hausse ou de la baisse des taux d'intérêt, ainsi que de l'élargissement ou du rétrécissement des spreads.**

Les divergences à venir en matière de politique monétaire génèrent actuellement d'intéressantes opportunités à exploiter dans ce cadre. La Fed a repris ses baisses de taux, tandis que la BCE arrive en fin de cycle. La Banque du Japon, à contre-courant, devrait quant à elle continuer de durcir sa politique monétaire au cours des prochains trimestres. Ces divergences directionnelles constituent un contexte dont il est possible de tirer parti.

De manière plus générale, les fondamentaux restent solides sur le crédit, mais les spreads sont revenus sur des niveaux historiquement serrés (graphique 6). Leur potentiel de repli supplémentaire est donc faible, tandis que leur risque d'écartement est notable, tout particulièrement en raison des incertitudes économiques.

Figure 6

### Spreads de crédit



Source : Bloomberg, au 31 août 2025.

Le portage des titres à haut rendement reste attractif et leur bonne orientation reste un facteur à exploiter dans le contexte actuel, mais la flexibilité et les leviers offerts par l'approche Absolute Return devraient être particulièrement utiles au cours des prochains mois pour tirer parti de la volatilité que nous anticipons. L'objectif sera à la fois de construire des positions tactiques pour bénéficier des éventuels écartements de spreads, puis de revenir rapidement vers un positionnement plus classique permettant de tirer parti des phases d'accalmie.

Sur les marchés américains, la flexibilité sera également essentielle au cours des prochains mois. Les taux courts devraient certes bénéficier de l'assouplissement de la Fed, mais la courbe des taux américains dans son ensemble pourrait connaître d'importantes fluctuations si l'inflation venait à rebondir fortement.

## Conclusion

Les approches « Absolute Return » nous semblent donc faire partie des stratégies d'investissement à privilégier actuellement. Celles-ci trouvent un fort intérêt dans les périodes d'incertitudes car elles peuvent mettre à profit la volatilité des marchés au lieu de la subir. Leur flexibilité en fait des stratégies précieuses pour les investisseurs en quête de performances décorrélées de leurs autres placements.

## Nos solutions Absolute Return

Chez Lazard Frères Gestion, notre approche « Absolute Return » est déployée au travers de différentes stratégies :

- **Une solution globale investie sur l'ensemble des segments obligataires.** Notamment investie en dettes subordonnées financières et en titres High Yield, cette stratégie cherche à offrir la performance d'un fonds à haut rendement lorsque la conjoncture est favorable. En cas de perturbations de marché, cette stratégie a la capacité de neutraliser les momentum taux et crédit négatifs qui peuvent frapper de plein fouet les stratégies « long only ».
- **Trois approches concentrées sur des univers d'investissements spécifiques** tels que les Green Bonds, les émetteurs souverains et quasi-souverains, ainsi qu'une stratégie axée sur le crédit High Yield de courte maturité. La diversification de ces portefeuilles se fait ainsi au sein d'un même segment de marché pour s'exposer à différents secteurs, différentes géographies, et différents niveaux de ratings.

Stratégie	Segment	Sensibilité taux	Risque SRI
Credit Opportunities	Tous segments du marché obligataire	-5 à +10	3/7
Global Bond Opportunities	Emetteurs souverains	- 5 à +10	2/7
Global Green Bond Opportunities	Green Bonds	- 3 à +12	2/7
Euro Short Duration Income Opportunities	Segment High Yield, titres de maturités courtes	-1 à +3	2/7

# Informations Importantes

Publié le 13 octobre 2025.

Ce contenu représente les opinions des auteurs. Lazard s'engage à donner à ses professionnels de l'investissement l'autonomie nécessaire pour développer leurs propres opinions en matière d'investissement, qui sont alimentées par un échange d'idées au sein de l'entreprise.

Les opinions exprimées dans cette analyse sont à jour à date de publication mais sont susceptibles d'évoluer. Ce document ne constitue pas une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Les stratégies Absolute Return présentent un **risque de perte en capital**. Cette analyse est fournie par Lazard Frères Gestion à titre d'information uniquement. Rien dans cette analyse ne constitue un conseil d'investissement ou une recommandation concernant un produit d'investissement. Les stratégies mentionnées dans ce document sont associées à une gestion active de la part des équipes de Lazard Frères Gestion.

#### Autres principaux risques associés aux stratégies

**Absolute Return** : Risque de taux, risque de crédit, risque de change, risque lié aux instruments financiers dérivés, risque de contrepartie, risque de liquidité, risque lié à la surexposition, risque de durabilité.

Obligations émergentes : ces titres peuvent être moins liquides et plus volatils que sur les autres segments de marché. Leur valeur peut être affectée par des changements de taux de change ou de politique économique et monétaire notamment. Un manque d'informations peut concerner les entreprises. Les normes juridiques et d'audit peuvent être différentes.

#### À propos de Lazard Frères Gestion :

Lazard Frères Gestion est la société de gestion d'actifs du groupe Lazard en France, spécialisée dans l'investissement dans les valeurs cotées. Elle bénéficie, pour accompagner ses clients, de tous les savoir-faire d'une grande maison de gestion adossée à un puissant groupe international. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site [www.lazardfreresgestion.fr](http://www.lazardfreresgestion.fr).

#### À propos du groupe Lazard :

Fondée en 1848, Lazard est l'une des principales sociétés de conseil financier et de gestion d'actifs au monde, avec des activités en Amérique du Nord et du Sud, en Europe, au Moyen-Orient, en Asie et en Australie. Lazard offre ses conseils en matière de fusions et acquisitions, marchés de capitaux, restructuration/gestion du passif, géopolitique et autres questions stratégiques, ainsi que des solutions de gestion d'actifs et d'investissement aux institutions, aux entreprises, aux gouvernements, aux partenariats, aux family offices et aux particuliers fortunés. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site [www.lazard.com](http://www.lazard.com).

#### Lexique / Glossaire

**Spread de crédit** : correspond à l'écart de rendement d'une obligation avec un emprunt « sans risque » de même maturité. Le terme « spread » désigne donc un « écart de taux » ou « différentiel de taux ». Plus la solvabilité de l'émetteur est perçue comme bonne, plus faible est le spread.

**Duration négative / Sensibilité négative** : Sur les marchés obligataires, le principe est le suivant : lorsque les taux montent, la valeur des obligations déjà émises baisse. Inversement, lorsque les taux baissent, la valeur des obligations déjà émises monte. L'amplitude de ce mouvement dépend de la maturité des titres : plus celle-ci est élevée, plus l'amplitude de ces mouvements peut être forte. Il est ainsi possible de mesurer la « duration » moyenne ou « sensibilité taux » d'un portefeuille obligataire tenant compte de la maturité moyenne des titres qui le composent. Ces paramètres peuvent être modifiés par le recours à des produits dérivés, y compris pour renverser la logique initiale et plaçant le portefeuille en « duration négative » ou « sensibilité négative ». Dès lors, la performance du portefeuille devient positive quand les taux montent, et négative quand les taux baissent.

**AT1/Tier 2** : les obligations AT1 et Tier 2 sont des obligations subordonnées émises par le secteur bancaire (ou assurantiel pour les Tier 2). Il s'agit des emprunts les plus « juniors » de la structure de capital de ces établissements, autrement dit des emprunts associés aux garanties les plus faibles pour les investisseurs. En cas d'insolvabilité de l'émetteur, ces dettes seront les premières à être annulées, tandis que les dettes seniors pourront être préservées.