

La correction obligataire. Jusqu'où et quelles conséquences ?

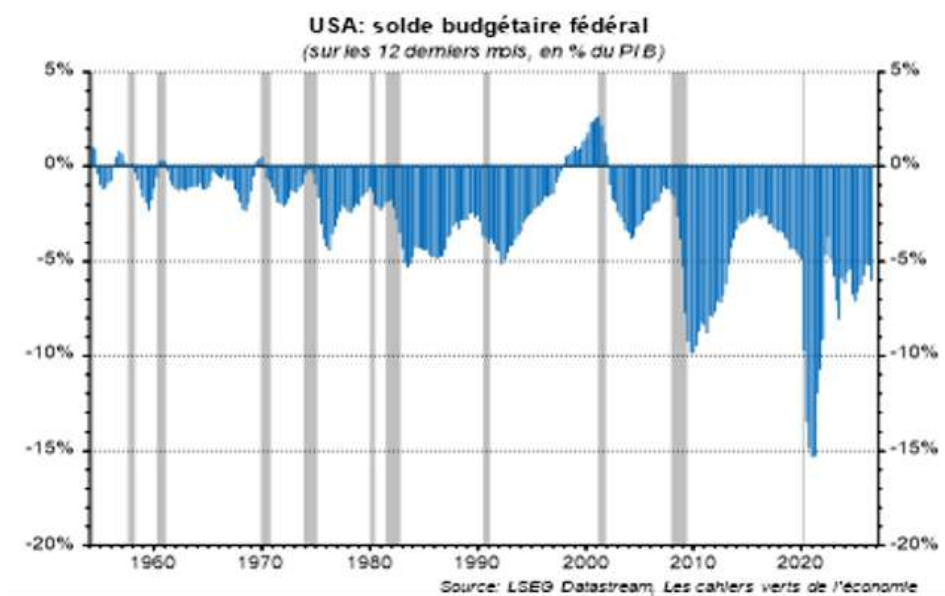
Commençons par les faits. Si l'on remonte à fin juin, le 10 ans US est remonté de 30 bps (40 bps au plus haut). Le 10 ans allemand est quant à lui remonté de 40 pb et l'OAT français de 60 pb.

- **La majeure partie de la hausse des taux américains vient des taux réels** (les anticipations d'inflation et de politique monétaire ainsi que la macro réelle américaine ont joué un rôle plus faible).

Cela reflète 2 phénomènes ;

a) **Des besoins de financements croissants.** Cela rejoint la thématique de pénurie d'épargne mondiale que nous avons soulevée depuis plusieurs années¹

- **Le déficit fédéral américain reste proche de 6 % du PIB** (cf. graphique ci-dessous) avec en particulier les dépenses qui se situent 2 points au-dessus de leur niveau d'avant covid, alors que les recettes ne sont que légèrement inférieures. Sans oublier que la charge de la dette est le poste de dépenses qui a le plus progressé depuis 2024 et qui atteint 3 % du PIB.



¹ Voir notamment notre Alerte du 18 février 2025 *Où vont les taux d'intérêt dans le monde ? Et quels impacts sur les marchés ?*

- **Les besoins de financement liés à l'IA sont gigantesques.** Les hyperscalers ont émis à eux seuls 182 milliards de dollars d'obligations en dollars depuis le début de 2026, soit environ 12 % des émissions brutes américaines investment grade. Ce montant est presque 2 fois supérieur aux 93 milliards émis sur l'ensemble de 2025. Notons que l'impact ne vient pas seulement de l'offre. Les fonds obligataires américains ont accru leur allocation au crédit d'entreprise au détriment relatif des Treasuries (émissions de grande taille, liquidité élevée, spreads relativement généreux compte tenu de leur notation, exposition à des entreprises dont les perspectives de croissance restent solides).

- **Et n'oublions pas cela fait face à une moindre appétence (actuelle et future) des investisseurs étrangers pour les Treasuries ;** Japon (montée des taux japonais), pays du Moyen-Orient (baisse de leurs excédents courants), Chine (raisons politiques).

b) **Une hausse des rendements réels cohérente avec la hausse de la productivité (liée à la transition numérique et à l'IA) et de la croissance potentielle.** Ce qui tend à expliquer la relative « résistance » ces dernières semaines du marché actions à la hausse des taux réels et à une prime de risque particulièrement compressée.

2 autres facteurs ont pu jouer en faveur de cette tension des taux longs :

- **Le discours confus de Warsh** a sans doute joué un rôle sur la prime de terme, qui a progressé, comme nous l'avions mentionné en juin dernier².

- **Il est possible que les mouvements de marchés aient aussi été amplifiés par une liquidité estivale réduite, une offre obligataire inhabituellement importante en août et certains facteurs techniques.**

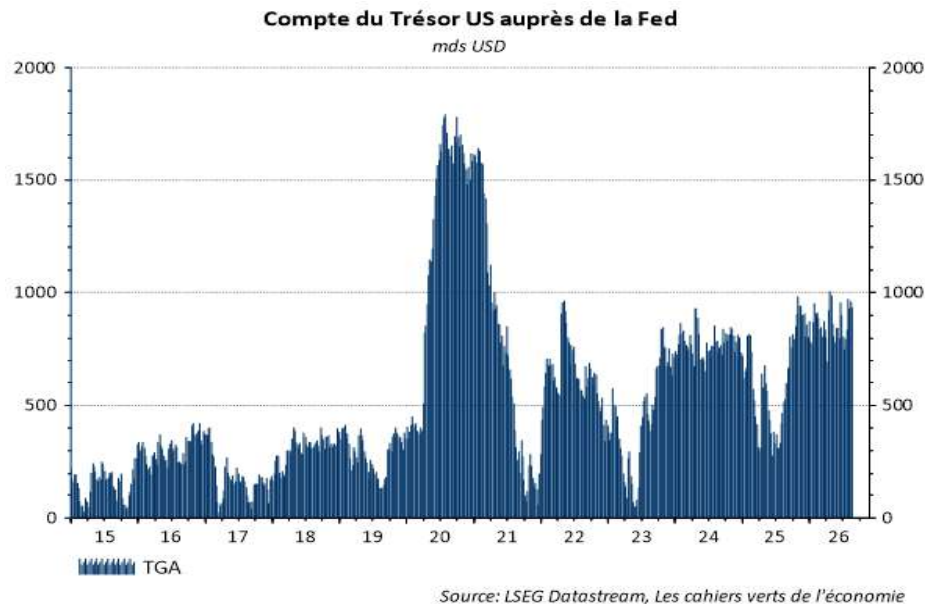
Face à la hausse des taux longs, le Trésor US a procédé courant août à des rachats de titres longs pour ~USD4Md (il s'est agi en réalité d'une opération « twist » : substitution de dette long terme par de la dette court terme). L'objectif était de réduire la prime de terme (baisse des taux longs).

À la suite du succès mitigé de l'opération (baisse initiale des taux longs avant remontée et retour à leur niveau initial), Bessent aurait indiqué réfléchir à utiliser le Treasury General Account (TGA). Il s'agit du compte courant du Trésor américain auprès de la Fed. Il sert à encaisser les recettes du gouvernement fédéral (impôts, produit des émissions de

² Chronique hebdomadaire du 28 juin 2026 *Comment analyser le brouillard Warsh et ses implications ?*

Treasuries...) et à effectuer ses paiements (salaires, transferts sociaux, intérêts de la dette, achats publics, remboursements...).

Le TGA est actuellement créditeur de USD 936 tr ce qui donne au Trésor une grosse puissance de feu pour d'éventuelles nouvelles interventions (cf. graphique ci-dessous).



Qui plus est, son utilisation permettrait d'intervenir sans créer de nouvelle dette.

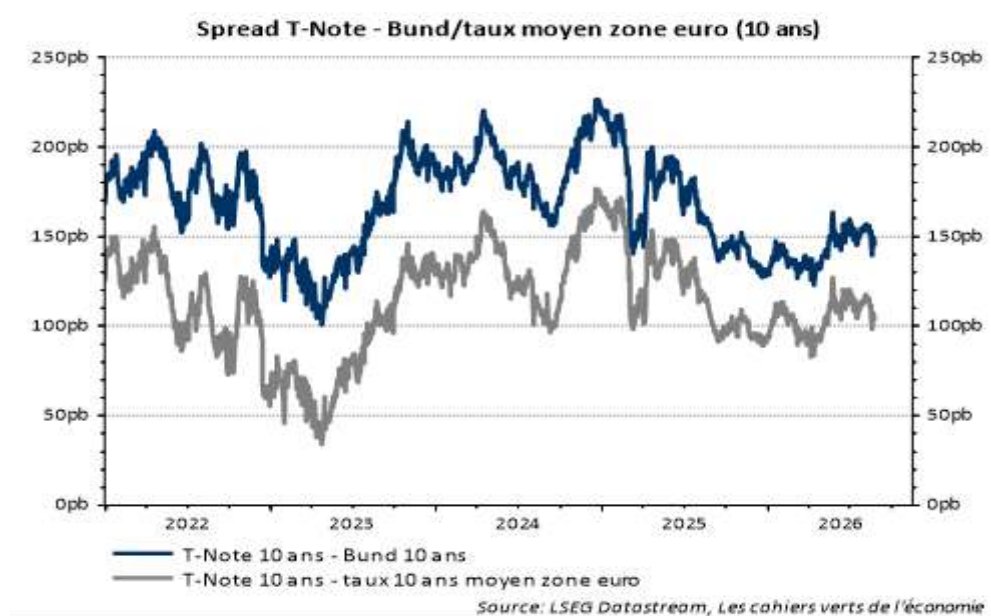
Tactiquement, utiliser le TGA peut être intéressant pour réduire/limiter temporairement les positions short sur les Treasuries US (augmentation du risque de perte potentielle pour l'investisseur).

Au-delà toutefois, l'utilisation du TGA nous semble devoir être limitée par 3 inconvénients :

- **Force de frappe limitée par rapport au QE** (par construction illimitée en théorie, plusieurs trillions *in fine* lors des QE précédents)
- **Réduction de la maturité de la dette US et exposition à un risque de hausse de taux**
- **Hausse de l'inflation** via 2 canaux : a) **hausse de la liquidité dans un environnement de croissance robuste** : en effet, à bilan de la Fed inchangé, une baisse du TGA se traduit par une hausse des réserves des banques commerciales détenues auprès de la Fed ; b) **baisse du dollar**, le change devenant le principal canal du *debasement*

Quid de la situation en Europe ?

La tension sur les taux longs a été un peu plus prononcée qu'aux USA. Du même coup, l'écart de taux 10 ans entre les USA et la moyenne de la zone euro se situe à 100 pb (140 pb pour le Bund) ; cf. graphique ci-dessous.



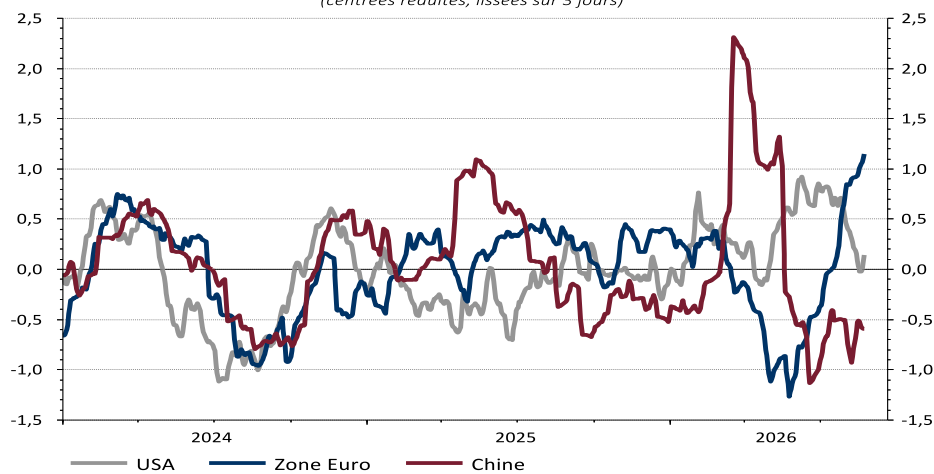
La situation est loin d'être rationnelle eu égard à la différence de croissance potentielle nominale entre les 2 zones, de l'ordre de 200 pb selon nous³.

Comment expliquer alors ce resserrement ? Certainement pas à la montée des taux réels européens (pas d'augmentation de la croissance potentielle et excédent courant). Il faut plutôt y voir l'effet à la fois d'une confirmation d'un resserrement monétaire prochain (la hausse du taux directeur lors de la réunion de septembre est quasi certaine) alimentée par un momentum macro plutôt satisfaisant (on peut s'attendre à une croissance annualisée de 1,5 % au S2 2026, ce qui est pratiquement le double de la croissance potentielle réelle) et la persistance d'un niveau d'inflation supérieur à 2,5 % encore quelques mois à la faveur des tensions sur le gaz et des effets de la sécheresse (cf. graphiques ci-dessous).

³ La croissance potentielle réelle est de l'ordre de 0,7 % en Zone euro et de 2,2 % aux USA. Le différentiel d'inflation sur les dernières décennies est de l'ordre de 50 pb.

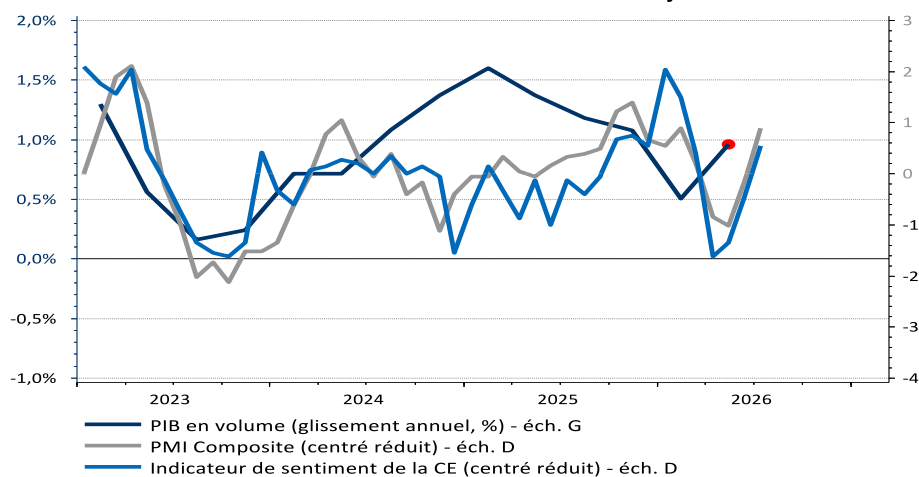
Indices de surprises macro-économiques

(centrées réduites, lissées sur 3 jours)



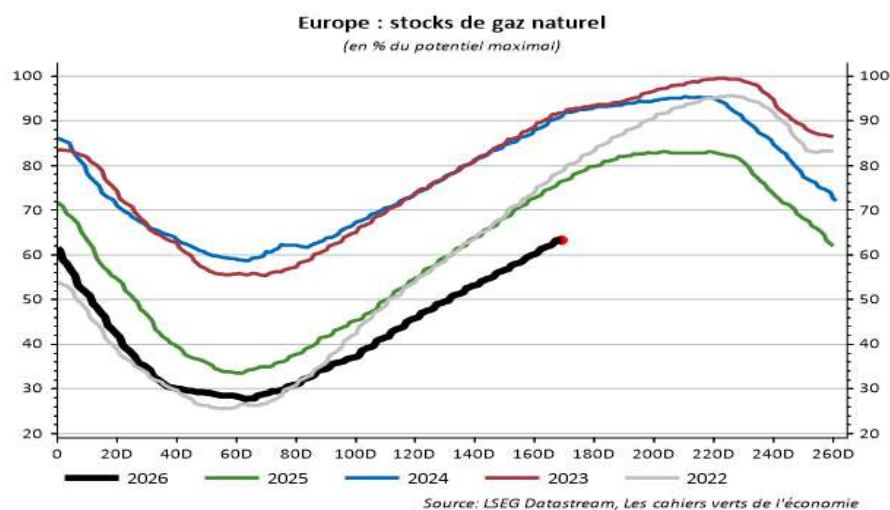
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Zone Euro: PIB et indicateurs avancés de la conjoncture

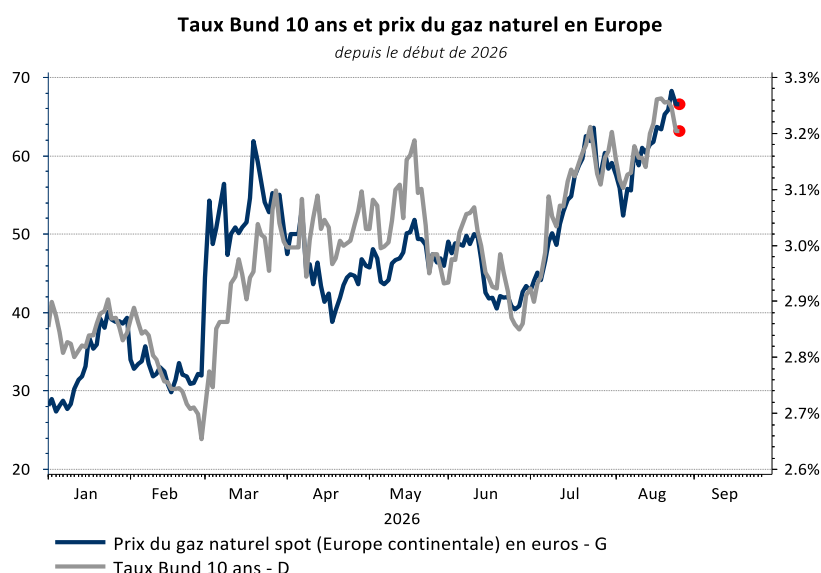


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

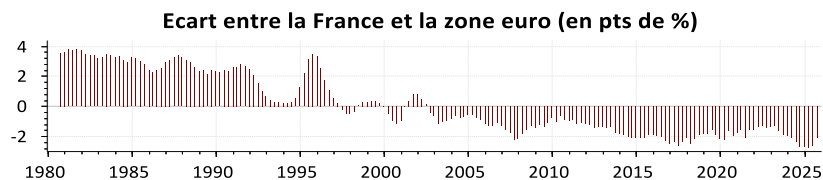
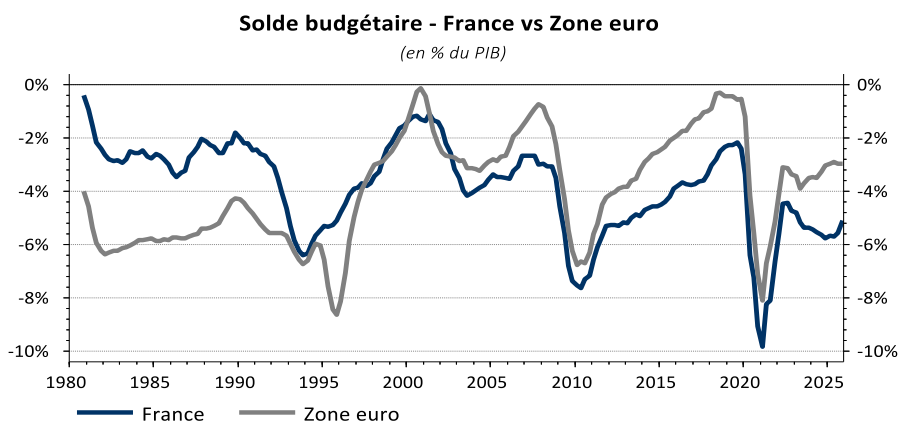
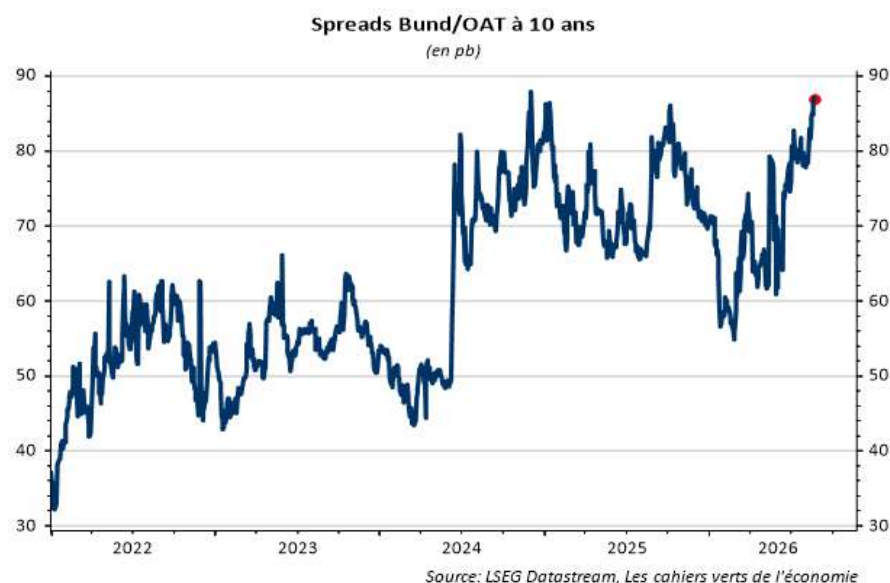
On observe d'ailleurs que les stocks européens de gaz naturel sont aujourd'hui à un niveau anormalement bas (63 % vs 80-90 % à cette période de l'année) en raison d'une faible reconstitution des stocks en 2025 (83 % au max vs 95-100 % usuellement) et cet été (utilisation du gaz pour faire face à une forte demande d'électricité alors que l'offre nucléaire était réduite) ; cf. graphique ci-dessous.



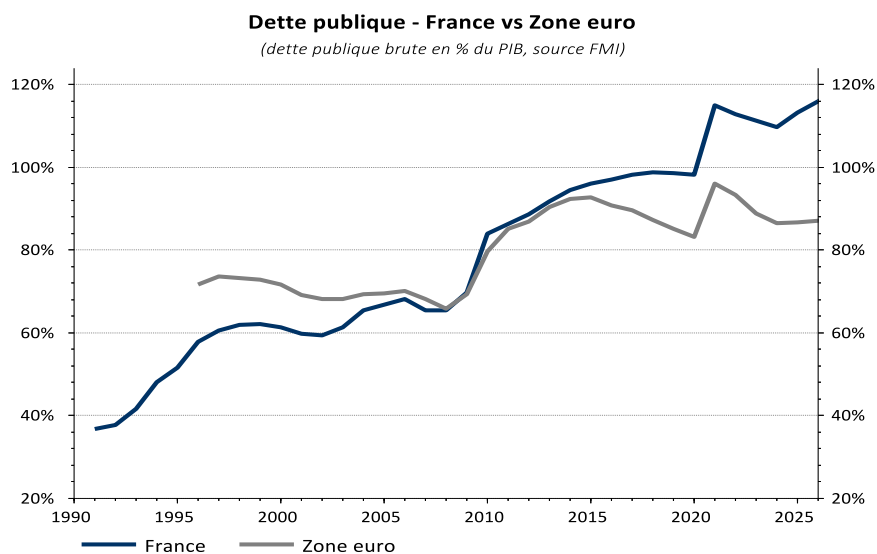
Et historiquement, il y a une corrélation assez forte entre le prix du gaz et le rendement du Bund 10 ans (cf. graphique ci-dessous).



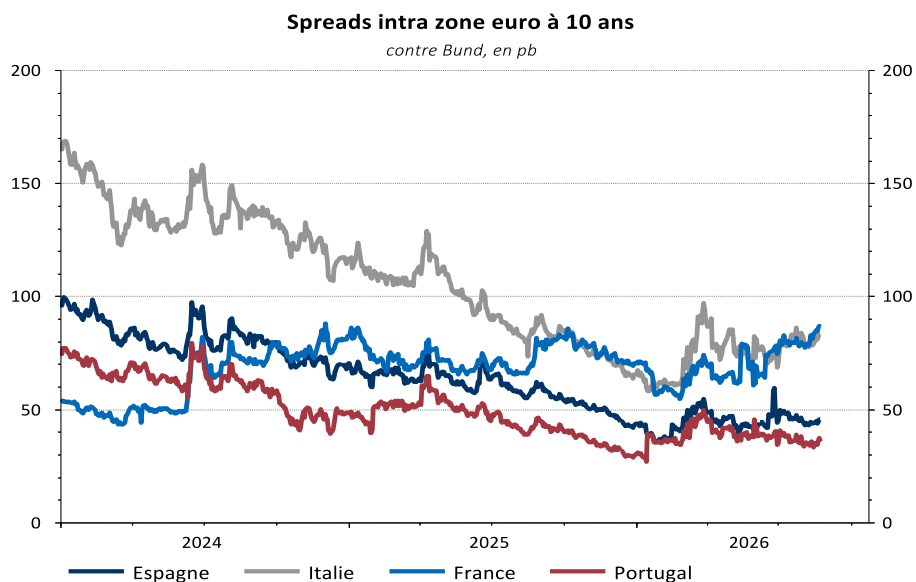
Quant à la France, elle subit une dégradation assez logique compte tenu de l'absence de redressement budgétaire et des débuts de la campagne présidentielle. Le spread avec le Bund se situe dans le haut de la fourchette que nous avons connue depuis la dissolution de juin 2024 (cf. graphiques ci-dessous).



Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie



En fait, la France subit le même sort que les pays les plus endettés comme l'Italie qui connaîtra aussi des élections nationales en 2027 (cf. graphique ci-dessous).



La suite à 6 mois ?

S'agissant du taux réel américain, on ne peut pas tabler sur une détente. Les besoins de financement vont rester très élevés et on peut penser qu'après les mid terms, les tensions sur le budget fédéral vont rester très fortes. Pour le reste et en fonction de notre scénario (une hausse de taux directeur, croissance à 2 %, inflation en reflux graduel vers 2 % au printemps 2027), le taux long d'équilibre devrait se situer vers 4,60 % (vs. 4,40 % antérieurement) dans 6 mois.

Quid du Bund ? Le spread avec le T-note a hélas peu de chances de s'élargir fortement avec la politique dogmatique de la BCE (voir la dernière intervention de Schnabel). 2 hausses de taux directeur de la BCE sont plausibles à horizon 6 mois. Seul un momentum macro moins favorable (du fait de la dégradation des conditions financières en Europe) devrait permettre un léger écartement à 160 pb (140 pb aujourd'hui). Le rendement du Bund s'établirait ainsi à 3,00 % (vs 2,60 % antérieurement).

Quant au taux français il faut plutôt tabler sur un spread de 100 pb avec le Bund, ce qui le situerait à 4,00 %. Cela ne signifierait en aucun cas une « crise financière » et encore moins un risque systémique. Rappelons notamment que ces niveaux de spread ont déjà été dépassés en 2011-12.

Quid de la stratégie d'investissement à cet horizon ?

- Short duration
- Long Bund / Treasuries compte tenu d'un risque baissier dollar
- Short Govies France & Italie
- Long Bonos
- Long HY à duration courte
- Long actifs de diversification : or & cuivre

Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.