

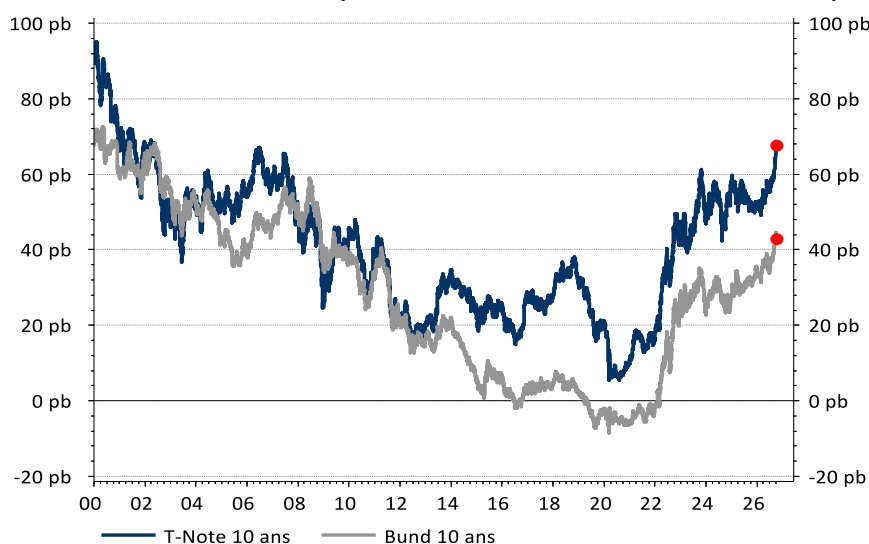
Faut-il acheter de la dette souveraine US et allemande ?

La réponse est positive. Nous revenons en particulier sur les obligations 10 ans américaines et allemandes à horizon 6 mois/un an.

Le taux d'une obligation 10 ans US est aujourd'hui de 5,25%.

La perte serait quasi nulle à horizon 1 an si le taux 10 ans US atteignait 6%. La capacité d'absorption d'un choc haussier de taux longs est désormais élevée après la hausse des taux des derniers mois (presque 70bp aux USA et plus de 40pb sur le Bund) ; cf. graphique ci-dessous.

Variation des taux nécessaire pour effacer le rendement à 12 mois du coupon



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

Le gain serait en revanche de plus de 10% si le taux 10 ans US passait à 4,5% dans 1 an, ce qui est une hypothèse plausible selon nous.

Le portage est moins élevé sur le Bund, mais le risque de poursuite de hausse des taux nous semble encore plus limité en Zone Euro qu'aux USA (moindre risque inflationniste, cycle assez médiocre, tensions sur la France, fin des ventes des fonds de pension néerlandais...)

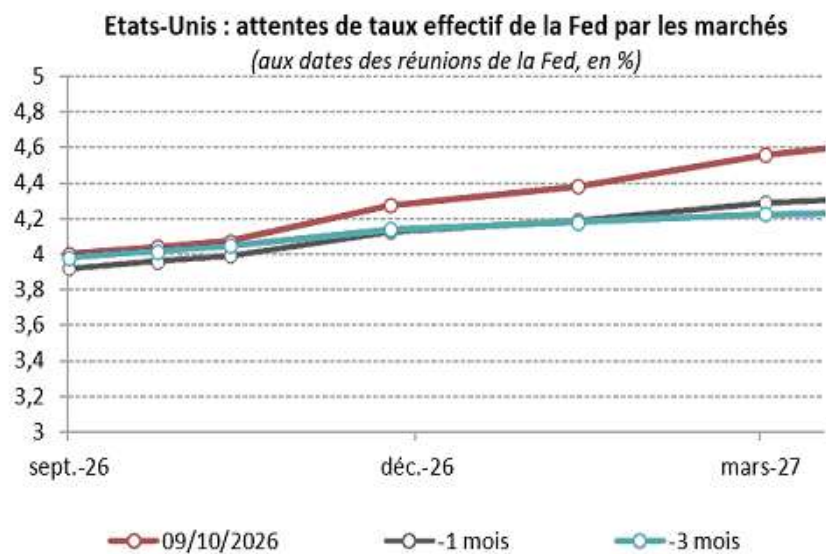
En supposant une baisse du taux Bund 10 ans de 70bp à 2,70% (soit le maintien du spread Bund/T-Note actuel), l'espérance de rendement sur une obligation 10 ans allemande serait proche de 9,5% à 1 an et sans risque de change pour un investisseur européen.

Il existe donc une forme d'asymétrie favorable désormais à la détention de produits de dette souveraine de bonne signature à duration longue.

Nous considérons aujourd'hui que le potentiel de hausse des taux longs est assez limité aux USA et en Allemagne. Nous avons dans une chronique précédente¹ identifié les vecteurs potentiels d'un pic des taux longs, en laissant de côté les hypothèses d'un rally obligataire puissant généré par des facteurs négatifs (récession/ hard landing, bear market actions, risque systémique qui pousse la banque centrale à intervenir).

Rappelons ces facteurs :

- **Un soft landing** (comme en 1985 ou 1995). Aujourd'hui, les enquêtes auprès des entreprises signalent une accélération assez généralisée, dans l'industrie comme dans les services. Mais les statistiques d'activité, d'emploi et de consommation sont plus mitigées, tandis que la confiance des ménages reste déprimée. Après une croissance de 3,5% en rythme annualisé au T3, on devrait redescendre vers 2-2,5% au cours des trimestres prochains. En Allemagne, on restera probablement autour de 1-1,5%, sans plus.
- **Le plafonnement du risque inflationniste** : c'est fait pour nous aux USA (4,2% en mai dernier pour le CPI headline). Certes, la désinflation sera encore lente et irrégulière, mais nous pensons que l'inflation générale s'approchera des 2% au T2 2027.
- **Reste la perspective de fin de cycle haussier pour les taux directeurs de la Fed** (été 1984, automne 1987, début 1989, fin 1994, printemps 1997, juin 2023). C'est l'argument le plus probant et nous ne sommes probablement pas encore au pic de taux directeur, même si les anticipations de marché atteignent environ 2 hausses de taux d'ici la fin du T1 2027 (cf. graphique ci-dessous).



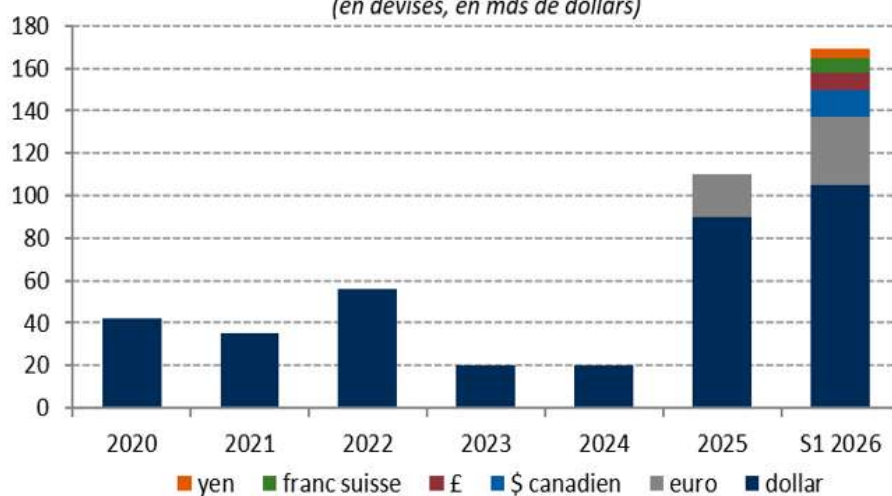
¹ Chronique hebdomadaire du 18 septembre 2026 *Correction obligataire = correction actions ?*

Cela nous semble raisonnable à modérément élevé. Le risque de tension des taux longs par un choc provenant de la partie courte est donc faible.

Quant aux taux réels, nous savons que les besoins de financement de la tech resteront significatifs (cf. graphique ci-dessous), ce qui exerce une pression haussière. En outre, la dette publique a tendance à croître dans le monde riche de manière généralisée. Nous sommes dans un régime d'épargne réduite (pénurie d'épargne mondiale comme dans les années 90, une comparaison que nous avons déjà évoquée) à la différence des années 2010. Tout cela justifie un taux d'équilibre plus élevé.

Emissions d'obligations par les hyperscalers IA au S1 2026

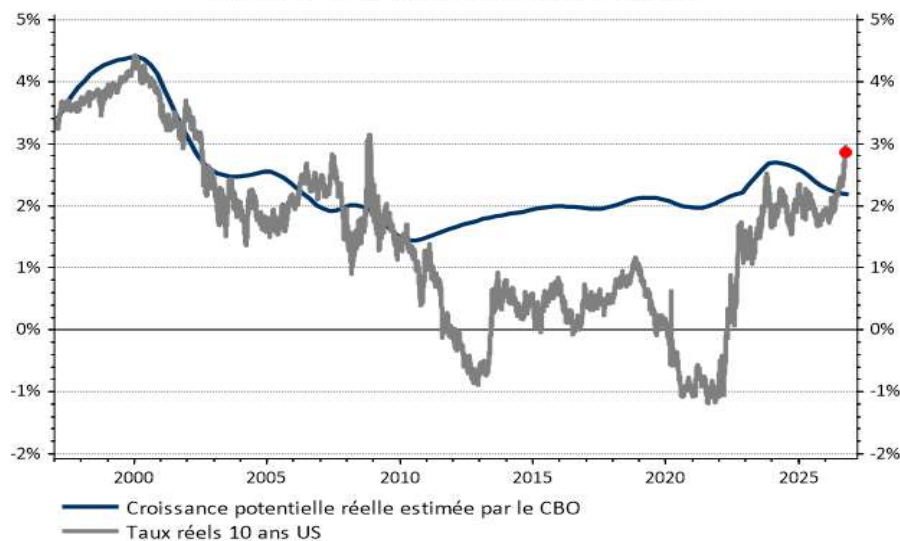
(en devises, en mds de dollars)



Source : Datastream, Les Cahiers Verts

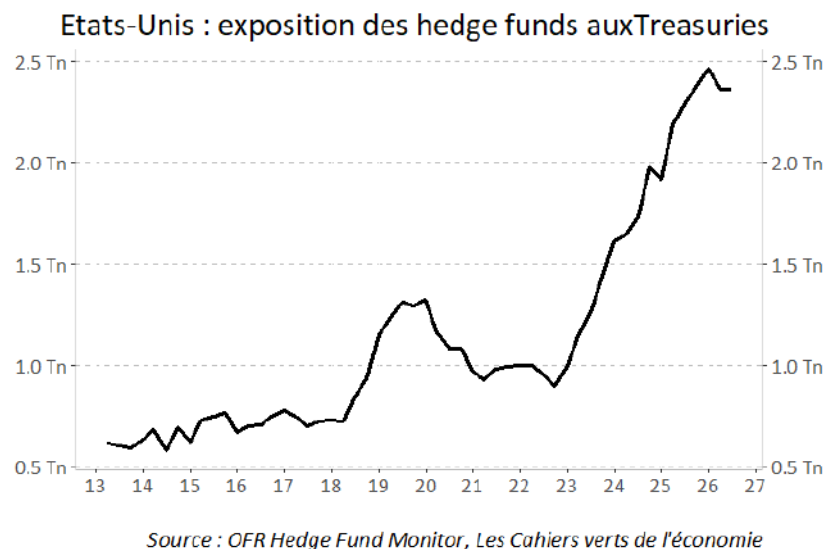
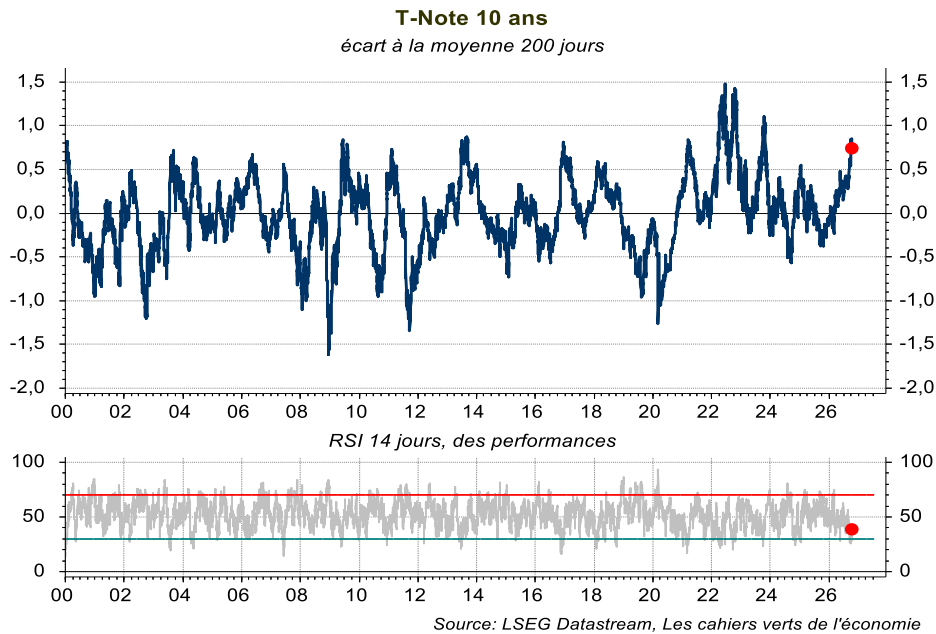
Mais d'un autre côté, le taux long réel (3%) se situe désormais assez nettement au-dessus de la croissance potentielle américaine (cf. graphique ci-dessous).

Etats-Unis : croissance potentielle et taux réel



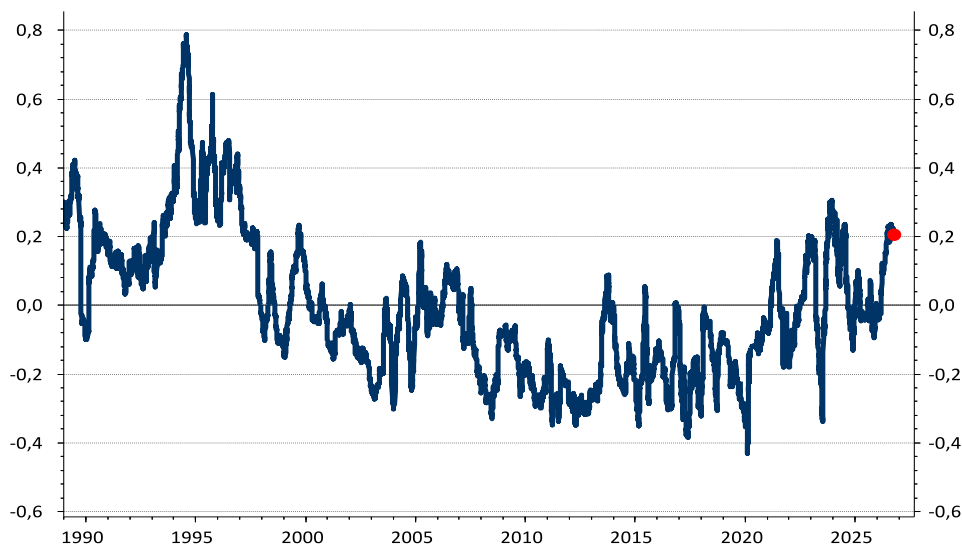
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Parallèlement, il ne faut pas non plus oublier les facteurs techniques qui ont pu amplifier les mouvements haussiers des rendements des derniers mois : allègement des positions en Treasuries des hedge funds, momentum élevé de taux longs haussiers, bêta élevé du T-Note par rapport au S&P 500, allongement mécanique de la duration des prêts immobiliers nécessitant des ventes du côté des banques (convexity hedging)... ; cf. graphiques ci-dessous.



Etats-Unis: Bêta du T-Note au S&P 500

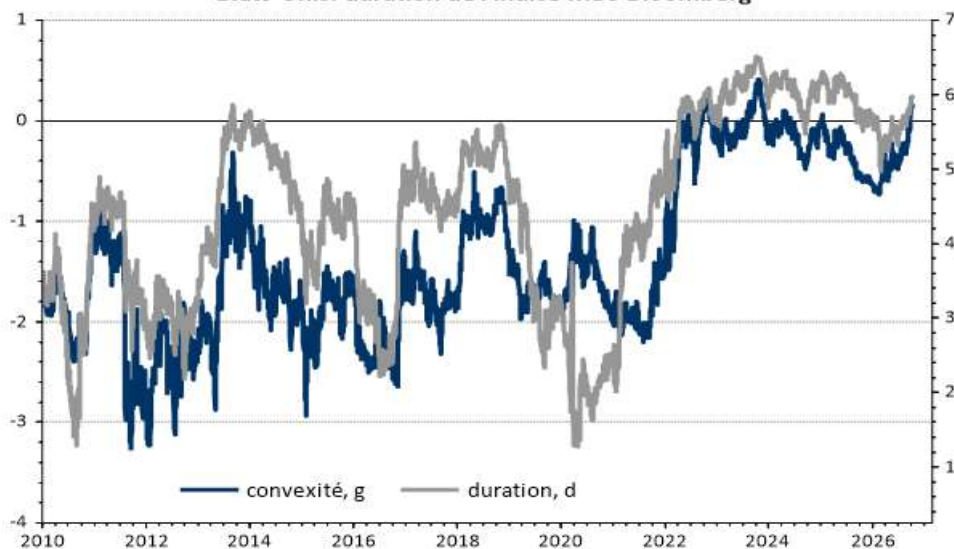
calculé sur 3 mois



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

(1) le Bêta du T-Note par rapport au S&P a tendance à évoluer au cours du temps, reflétant le risque de l'investissement en titres souverains. En phase de risque inflationniste, les investisseurs subissent des pertes sur les titres de dette, nécessitant ainsi une prime de risque élevée pour les détenir (le rendement des obligations et des actions évolue dans le même sens). Inversement en régime déflationniste

Etats-Unis: durée de l'indice MBS Bloomberg



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

Au total, une prévision à un an des taux des Treasuries et du Bund 10 ans de respectivement 4,50% et 2,70% est plausible selon nous.

Les perspectives de rentabilité (ajustée du risque) de ces actifs sont donc attractives.

Soulignons à ce sujet un point important : l'écart de taux avec le cash devient significatif, contrairement aux années précédentes. Le différentiel de rendement entre le T-Note 10 ans (5,2%) et le T-Bill 3 mois (4,2%) a eu tendance à s'approfondir (cf. graphique ci-dessous).



Ainsi, les produits de dette à échéance courte n'exercent plus la concurrence sur les produits de taux longs qu'on pouvait observer en 2024 et 2025.

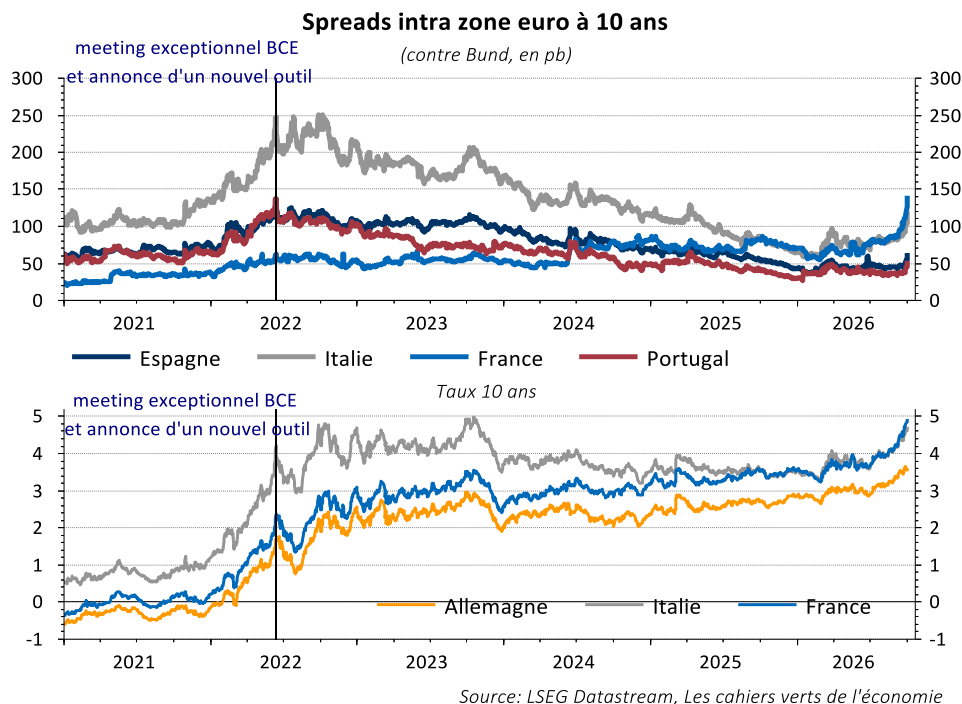
En somme, les investisseurs sont désormais mieux rémunérés pour le risque de duration.

Quant aux autres signatures souveraines européennes, nous restons à l'écart pour le moment. Le risque de diffusion du stress français n'est pas négligeable ainsi qu'on l'a vu dernièrement. Notre biais défavorable aux actifs français depuis plus de 2 ans et réaffirmé dans une chronique récente² reste parfaitement justifié. Il le demeure actuellement. Nous estimons que le spread de dette français devrait évoluer entre 100pb et 250pb dans les mois à venir à l'approche des élections.

Quid d'une intervention quantitative de la BCE ?

En 2022, lors de la dernière intervention de ce type de la BCE, le niveau des spreads italiens avait atteint environ 250pb, ceux du Portugal et de l'Espagne environ 100pb (cf. graphique ci-dessous).

² Chronique hebdomadaire du 24 septembre 2026 *La dette, c'est comme le Titanic, le naufrage devient parfois une certitude mathématique. Essayons de regarder l'avenir de la France*



Ainsi, sur la base de cette expérience, un spread de l'ordre de 200/250pb pour la France et une diffusion plus large aux autres pays de la zone pourraient être compatibles avec une intervention de la BCE.

Selon nous, la séquence des interventions de la BCE pourrait prendre cette forme :

- D'abord, des paroles « apaisantes » de nature à rassurer les marchés
- Ensuite, éventuellement mettre fin au resserrement quantitatif et réinvestir à sa discrétion les obligations arrivant à échéance (comme en 2022) en privilégiant les pays pénalisés actuellement les plus rigoureux sur le plan budgétaire.
- Ensuite, annoncer de moindres hausses de taux directeur.
- Ensuite une activation du TPI (Transmission Protection Instrument, qui n'a jamais été utilisé jusqu'à présent) qui semblerait légitime pour des pays tels que l'Italie qui sont rigoureux sur le plan budgétaire.
- Enfin, uniquement en cas de stress majeur, une intervention (MES, Mécanisme Européen de Stabilité /OMT, Outright Monetary Transactions de la BCE) au profit de la France en l'échange de mesures de rigueur budgétaire.

Mais nous n'en sommes pas encore là, ce d'autant que les indicateurs de stress financier plus généraux n'indiquent pas de tension majeure pour le moment (cf. graphique ci-dessous).



Source: BCE, Les Cahiers verts de l'économie

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.