

# Le retour stratégique des obligations souveraines dans les portefeuilles en 2025

Alexandre Saadoun

## Table des matières

<b>1</b>	<b>Introduction</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>Retour sur la décennie passée</b>	<b>3</b>
2.1	Rappel . . . . .	3
2.2	Les années de taux bas et leur impact . . . . .	3
2.3	Le choc inflationniste post-Covid et géopolitique . . . . .	5
<b>3</b>	<b>Pourquoi les obligations souveraines séduisent de nouveau</b>	<b>7</b>
3.1	Des rendements redevenus compétitifs . . . . .	7
3.2	Un actif refuge qui retrouve son rôle . . . . .	8
3.3	Diversification et réallocation des portefeuilles . . . . .	9
<b>4</b>	<b>Points de vigilance pour 2025</b>	<b>11</b>
4.1	L'inflation persistante : un risque pour le rendement réel . . . . .	11
4.2	Risque de refinancement des États : soutenabilité budgétaire et spreads souverains . . . . .	11
4.3	Le dilemme de la duration : arbitrage entre stabilité et agilité . . . . .	12
<b>5</b>	<b>Stratégies d'investissement à considérer</b>	<b>14</b>
5.1	Courbe des taux : Où se positionner ? . . . . .	14
5.2	Diversification géographique et devises . . . . .	14
<b>6</b>	<b>Conclusion</b>	<b>16</b>
<b>7</b>	<b>Sources</b>	<b>17</b>

# 1 Introduction

Au cours des deux dernières décennies, les marchés obligataires de la zone euro ont connu des mutations profondes. La crise financière de 2008, suivie de la crise des dettes souveraines en 2011, avait fragilisé la confiance des investisseurs dans certaines signatures étatiques, notamment celles de l'Europe du Sud. Pour restaurer la stabilité, la Banque centrale européenne (BCE) a progressivement adopté une politique monétaire non conventionnelle, caractérisée par des taux directeurs extrêmement bas et des programmes massifs d'achats d'actifs (QE).

Cette politique a conduit à une situation inédite : des rendements obligataires nuls, voire négatifs, sur de nombreux titres souverains de la zone euro. Pendant près d'une décennie, les obligations souveraines ont ainsi perdu leur attractivité en tant que véhicule d'investissement, poussant les investisseurs à rechercher du rendement ailleurs, que ce soit dans les actions, l'immobilier ou les actifs alternatifs.

Cependant, le choc inflationniste post-Covid, amplifié par la crise énergétique liée à la guerre en Ukraine, a bouleversé cet équilibre. En octobre 2022, l'inflation dans la zone euro a atteint un pic historique de **10,6 %**, un niveau jamais observé depuis la création de l'euro. Face à cette flambée des prix, la BCE a engagé dès juillet 2022 un cycle de resserrement monétaire inédit, faisant passer son taux de dépôt de **-0,50 %** à **4,00 %** en septembre 2023, avant de commencer une phase de détente graduelle en 2025, ramenant ce taux à **2,00 %** en juin.

Cette remontée des taux a eu un effet direct sur les marchés obligataires. Le rendement des obligations souveraines à 10 ans de la zone euro, qui évoluait autour de **0 %** en 2021, s'est établi désormais à **3,24 %** en août 2025. Par exemple, l'OAT française à 10 ans offre un rendement de **3,2 %**, tandis que le Bund allemand se situe autour de **2,8 %**.

Dans ce nouveau contexte, marqué par des taux de dépôt redevenus positifs et des rendements souverains significativement revalorisés, une question s'impose :

*En 2025, les obligations souveraines de la zone euro peuvent-elles redevenir un pilier central des portefeuilles, après avoir été longtemps éclipsées par d'autres classes d'actifs ?*

## 2 Retour sur la décennie passée

### 2.1 Rappel

Une obligation est un instrument financier représentant une dette émise par un État, une collectivité ou une entreprise. L'investisseur qui acquiert une obligation prête donc une somme d'argent à l'émetteur, en échange d'un flux d'intérêts réguliers (le coupon) et du remboursement du capital à l'échéance.

La valeur d'une obligation peut être résumée par la formule suivante :

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad (1)$$

où :

- $P$  : prix de l'obligation
- $C$  : coupon périodique
- $N$  : valeur nominale
- $r$  : taux d'actualisation (taux de marché)
- $n$  : nombre de périodes restantes jusqu'à maturité

Les obligations présentent plusieurs atouts pour l'investisseur : sécurité relative (surtout pour la dette souveraine), visibilité des flux financiers, rôle stabilisateur dans les portefeuilles face à la volatilité des marchés actions, et capacité à jouer un rôle de couverture en période de stress économique.

### 2.2 Les années de taux bas et leur impact

Entre 2012 et 2021, la zone euro a connu une période de taux exceptionnellement bas, voire négatifs. Cette situation résulte d'une politique monétaire ultra-accommodante menée par la Banque centrale européenne (BCE), dont les objectifs étaient de :

- Stimuler la croissance économique post-crise ;
- Lutter contre le risque de déflation ;
- Stabiliser les marchés obligataires, notamment ceux des pays périphériques (Grèce, Portugal, Espagne).

Le taux de dépôt de la BCE est passé en territoire négatif en juin 2014, atteignant **-0,50 %** en 2019, niveau maintenu jusqu'en 2022. Parallèlement, les programmes de *Quantitative Easing (QE)* ont permis à la BCE d'acheter massivement des titres souverains, réduisant artificiellement les taux d'intérêt sur les marchés secondaires.

**Compression des rendements et distorsion des flux.** Cette politique a eu pour effet de comprimer les rendements des obligations souveraines à des niveaux historiquement bas. Le *Bund* allemand à 10 ans est resté en territoire négatif entre 2019 et début 2022, atteignant un plus bas de **-0,74 %** en mars 2020. Les obligations françaises, belges et néerlandaises ont également flirté avec des rendements nuls ou négatifs.

Pour les investisseurs institutionnels (fonds de pension, assureurs, banques), cette situation a posé un dilemme : comment générer du rendement tout en respectant les contraintes

réglementaires et de solvabilité ? Beaucoup ont été contraints d’allonger la durée de leurs portefeuilles ou de se tourner vers des émetteurs plus risqués (corporate, dette émergente).

**Réallocation vers des actifs plus dynamiques.** Face à cette compression des rendements, les investisseurs ont réorienté leurs allocations vers des classes d’actifs plus dynamiques :

- **Actions** : En 2021, l’indice MSCI World a progressé de **+32 %**, et le CAC 40 de **+29 %**, illustrant l’appétit pour le risque dans un environnement de taux bas.
- **Immobilier** : Les taux de crédit historiquement faibles ont dopé la demande, entraînant une hausse des prix dans de nombreuses métropoles européennes.
- **Actifs alternatifs** : Le *private equity*, la dette privée, les infrastructures et les fonds non cotés ont vu leur part croître dans les portefeuilles institutionnels. Ces actifs offrent des primes de risque plus élevées et une faible corrélation avec les marchés traditionnels.

Cette décennie de taux bas a profondément modifié les comportements d’investissement :

- Les obligations souveraines ont perdu leur rôle traditionnel de pilier défensif ;
- Les modèles d’évaluation des actifs ont été bouleversés, avec une valorisation élevée des actions et des actifs tangibles ;
- Les banques centrales sont devenues des acteurs dominants des marchés obligataires, réduisant la liquidité et la transparence des prix.

En somme, la période 2012–2021 a marqué une rupture dans l’histoire des marchés obligataires européens. Elle a mis en lumière les limites des politiques monétaires non conventionnelles et a préparé le terrain pour un retour des rendements à partir de 2022, dans un contexte de normalisation monétaire et de résurgence de l’inflation.

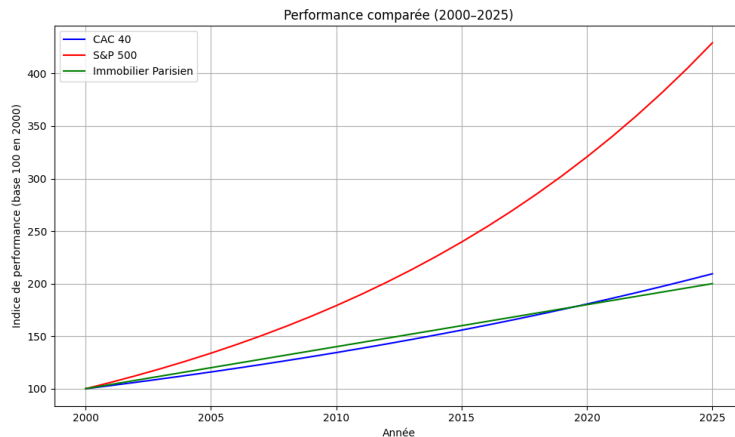


FIGURE 1 – Performance d’autres classes d’actifs

## 2.3 Le choc inflationniste post-Covid et géopolitique

L'équilibre déjà fragile des marchés obligataires a basculé à partir de 2021. Après la pandémie de Covid-19, les économies de la zone euro ont connu une reprise rapide mais désordonnée. Les chaînes d'approvisionnement mondiales, perturbées par les confinements successifs, ont peiné à retrouver leur fluidité. La pénurie de composants électroniques, les retards logistiques et l'augmentation du coût du transport maritime ont créé des goulets d'étranglement, entraînant une hausse généralisée des prix.

Parallèlement, les États européens ont adopté des politiques budgétaires expansionnistes sans précédent. En 2020 et 2021, des plans de relance massifs notamment le programme *Next Generation EU* doté de **750 milliards d'euros** ont soutenu la demande, évitant une récession prolongée. Mais cet afflux de liquidités, combiné à une reprise mondiale simultanée, a accentué les pressions inflationnistes.

En 2022, la guerre en Ukraine a exacerbé ces déséquilibres de manière brutale. Entre 2020 et l'été 2022, le coût du gaz naturel en Europe a été multiplié par plus de dix. Les prix des matières premières agricoles ont aussi connu une forte hausse, notamment celui du blé, dont l'Ukraine et la Russie totalisent **30 %** de l'ensemble des exportations mondiales. Ces augmentations ont entraîné une flambée des coûts de production et des tarifs pour le consommateur.

Dans la zone euro, l'inflation a atteint en moyenne **8,4 %** en 2022, avec un pic à **10,6 %** en octobre selon Eurostat. Certains pays baltes ont enregistré des hausses encore plus spectaculaires : **15 % en Estonie, 13 % en Lituanie**.

Face à cette situation, la BCE, dirigée par Christine Lagarde, a opéré un virage historique. Après des années de politique ultra-accommodante, elle a engagé en **juillet 2022** son premier relèvement de taux depuis 2011. Le taux de dépôt est passé de **-0,50 %** à **4,00 %** en **septembre 2023**, soit le cycle de resserrement le plus rapide de son histoire.

La Réserve fédérale américaine (Fed), sous l'impulsion de Jerome Powell, a également relevé ses taux directeurs de **0,25 %** en mars 2022 à **5,25 %** en 2023.

TABLE 1 – Rendements des obligations souveraines à 10 ans (2015–2025)

Année	France	Allemagne	Espagne	Italie	Grèce	Portugal	Belgique	Hongrie
2015	0.90%	0.50%	1.80%	1.60%	9.00%	2.10%	1.10%	5.90%
2016	0.70%	0.20%	1.50%	1.40%	8.00%	2.00%	0.90%	4.80%
2017	0.80%	0.30%	1.60%	2.00%	5.00%	1.90%	0.80%	3.90%
2018	0.75%	0.25%	1.45%	2.80%	4.30%	1.80%	0.70%	3.50%
2019	0.15%	-0.30%	0.40%	1.30%	3.00%	0.90%	0.40%	2.80%
2020	-0.10%	-0.50%	0.10%	0.60%	1.20%	0.30%	0.10%	2.50%
2021	0.00%	-0.40%	0.30%	0.90%	0.90%	0.40%	0.20%	2.70%
2022	2.40%	2.10%	3.10%	3.80%	4.20%	2.90%	2.60%	5.10%
2023	3.10%	2.60%	3.40%	4.00%	4.00%	3.00%	2.90%	5.40%
2024	3.30%	2.70%	3.50%	4.10%	4.10%	3.10%	3.10%	5.20%
2025	3.50%	2.71%	3.32%	3.61%	3.43%	3.15%	3.29%	5.00%

## Conséquences sur le marché obligataire :

1. **Chute des prix des obligations existantes** : La hausse du taux d'actualisation  $r$  dans la formule de valorisation a mécaniquement déprécié les titres en circulation. L'indice *Bloomberg Global Aggregate Bond* a reculé de **-16 %** en 2022, enregistrant la pire performance annuelle de son histoire.
2. **Retour de rendements positifs** : Les nouvelles émissions ont dû offrir des coupons plus élevés. L'OAT française à 10 ans est passée de **0 %** en 2021 à **3,5 %** début 2023. Le Bund allemand oscille entre **2,3 %** et **2,8 %**, tandis que les Treasuries américains à 10 ans ont dépassé **4,5 %**, un niveau inédit depuis 2007.
3. **Rééquilibrage des allocations d'actifs** : La remontée des taux a rebattu les cartes de la gestion de portefeuille. Le modèle traditionnel **60/40** (60 % actions, 40 % obligations), longtemps remis en question, a retrouvé de la pertinence. Des acteurs majeurs comme *BlackRock* et *PIMCO* ont publié en 2023–2024 des analyses soulignant le retour du *fixed income* comme source de rendement et de stabilisation du risque.

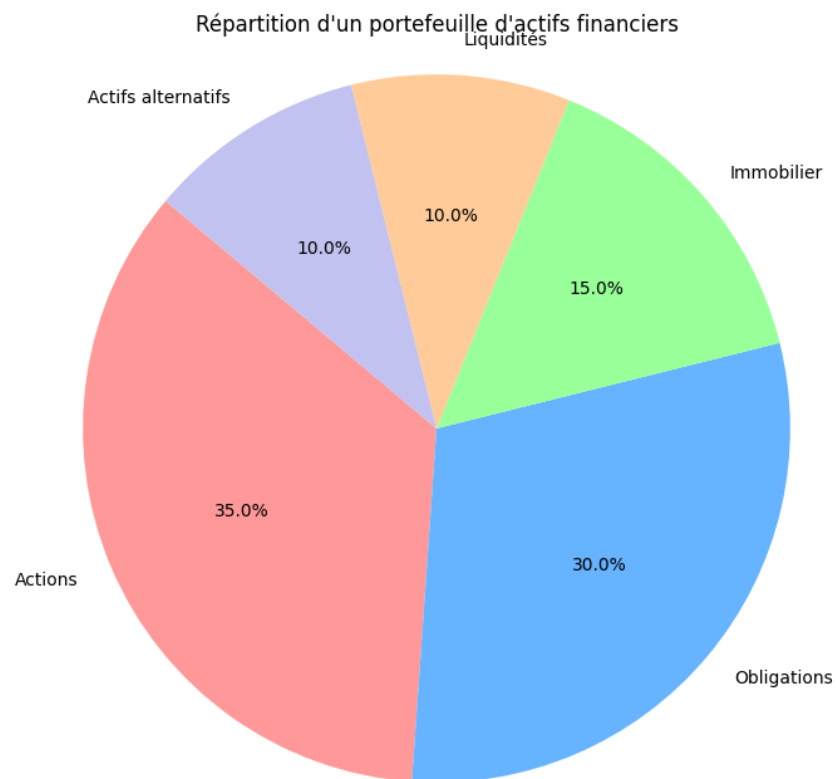


FIGURE 2 – Arbitrage et répartition du portefeuille

## 3 Pourquoi les obligations souveraines séduisent de nouveau

### 3.1 Des rendements redevenus compétitifs

Pendant près d'une décennie, les obligations souveraines de la zone euro ont offert des rendements insignifiants, contraignant les investisseurs à privilégier d'autres classes d'actifs. Aujourd'hui, la remontée rapide des taux d'intérêt, amorcée en 2022, a profondément modifié la donne et redonné aux obligations leur attractivité historique.

En France, l'*Obligation assimilable du Trésor (OAT)* à 10 ans, qui évoluait autour de **0 %** en 2020, offre désormais un rendement compris entre **3 % et 3,5 %** en 2024. Ce niveau est jugé compétitif dans un contexte de normalisation monétaire, où les taux réels (corrigés de l'inflation) redeviennent positifs. Il permet aux investisseurs de sécuriser des flux futurs sans s'exposer à une volatilité excessive.

Le *Bund allemand* à 10 ans, longtemps emblème des taux négatifs, se situe désormais entre **2,3 % et 2,8 %**. Cette remontée est d'autant plus significative que l'Allemagne reste la référence en matière de signature souveraine dans la zone euro. Le retour de rendements positifs sur le Bund a également permis de reconstituer une courbe des taux plus lisible, facilitant la gestion de duration et la tarification des actifs dérivés.

Aux États-Unis, les *Treasuries* à 10 ans ont franchi la barre des **4,5 %**, atteignant des niveaux inédits depuis 2007. Cette hausse reflète à la fois le resserrement monétaire de la Fed et les anticipations d'inflation persistante. Elle renforce l'attractivité des titres américains auprès des investisseurs internationaux, notamment asiatiques et européens, en quête de rendement sans risque.



### 3.2 Un actif refuge qui retrouve son rôle

Traditionnellement, les obligations souveraines de premier ordre comme les Bunds allemands ou les Treasuries américains ont servi de valeurs sûres en temps d'incertitude économique ou géopolitique. Leur attrait se fonde sur deux bases essentielles : la protection du capital et leur réaction inverse aux fluctuations des marchés boursiers.

Ce rôle avait été affaibli durant la décennie des taux bas, où les rendements étaient trop faibles pour compenser les risques de duration ou d'inflation. Toutefois, depuis le resserrement monétaire amorcé en 2022, les obligations souveraines retrouvent leur fonction stabilisatrice dans les portefeuilles. Plusieurs facteurs y contribuent :

**Un rôle protecteur réaffirmé :** Ce rôle avait été affaibli durant la décennie des taux bas, où les rendements étaient trop faibles pour compenser les risques de duration ou d'inflation. Toutefois, depuis le resserrement monétaire amorcé en 2022, les obligations souveraines retrouvent leur fonction stabilisatrice dans les portefeuilles. Plusieurs facteurs y contribuent :

- **La sécurité de l'émetteur souverain :** Les États notés AAA, comme l'Allemagne ou les États-Unis, offrent une garantie quasi-absolue de remboursement. Contrairement aux actions, dont la valeur dépend des résultats futurs et souvent incertains des entreprises, les obligations souveraines reposent sur la capacité fiscale et monétaire d'un État à honorer ses engagements.
- **La prévisibilité des flux financiers :** Les obligations offrent des coupons fixes et un remboursement du nominal à l'échéance. Cette régularité permet aux investisseurs — notamment institutionnels — de planifier leurs flux de trésorerie, d'adosser leurs passifs et de répondre aux exigences réglementaires (Solvabilité II, IFRS 17). À l'inverse, les dividendes des actions sont variables, soumis à la conjoncture et aux décisions des conseils d'administration.
- **La corrélation négative avec les actions :** Bien qu'atténuée en 2022 lors du choc inflationniste, cette corrélation tend à se restaurer à mesure que l'inflation se normalise et que les banques centrales atteignent un plateau dans leur politique de taux. Les obligations reprennent ainsi leur rôle de *stabilisateur de portefeuille*, limitant les pertes lors des corrections boursières.

Les actions, bien qu'offrant un potentiel de rendement supérieur à long terme, sont soumises à une **volatilité élevée** et à des **risques de valorisation**. En période de ralentissement économique, les bénéfices des entreprises peuvent chuter, entraînant des corrections brutales sur les marchés. De plus, les actions sont sensibles aux cycles sectoriels, aux politiques fiscales, aux régulations et aux événements exogènes.

À l'inverse, les obligations souveraines en particulier celles à court ou moyen terme offrent une **visibilité accrue** et une **résilience** face aux chocs. Elles permettent de lisser la performance globale d'un portefeuille, de réduire la Value-at-Risk (VaR) et de préserver le capital dans les phases de repli.



Dans ce contexte, la dette souveraine conserve son statut de pilier pour les investisseurs prudents, mais aussi pour ceux qui cherchent à **diversifier intelligemment** leur allocation. Elle permet :

- De construire des portefeuilles équilibrés selon des modèles éprouvés (60/40, 50/50) ;
- D'intégrer des stratégies de couverture contre les risques de marché ;
- De répondre aux objectifs de rendement ajusté au risque dans un environnement incertain.

En somme, les obligations souveraines ne sont plus simplement un outil de préservation du capital : elles redeviennent un **vecteur stratégique** de performance et de stabilité dans une architecture d'investissement moderne.

### 3.3 Diversification et réallocation des portefeuilles

Le retour des rendements positifs sur les obligations souveraines a provoqué une réallocation massive vers le *fixed income*, aussi bien chez les investisseurs institutionnels que dans la gestion privée. Ce mouvement marque un tournant dans les stratégies d'allocation d'actifs, après une décennie dominée par les actions et les actifs alternatifs.

Les grands gestionnaires d'actifs, tels que *BlackRock*, *Amundi* ou *PIMCO*, ont renforcé leurs allocations en obligations souveraines en 2023 et 2024, qualifiant ce segment d'incontournable dans un portefeuille diversifié. Ce repositionnement s'appuie sur plusieurs constats : les rendements obligataires sont redevenus compétitifs, permettant de générer du revenu sans prendre de risque excessif ; les obligations offrent une meilleure visibilité dans un environnement marqué par l'incertitude géopolitique et la volatilité des marchés actions ; enfin, la normalisation des politiques monétaires a rétabli des courbes de taux cohérentes, facilitant la gestion active de la duration.

Les fonds mixtes (*balanced funds*) ont progressivement réintégré une part plus importante de titres publics dans leurs allocations stratégiques. Le modèle classique 60/40 à savoir composé son portefeuille de 60 % actions, 40 % obligations longtemps remis en cause dans l'ère des taux zéro a retrouvé sa pertinence. Ce modèle repose sur une complémentarité entre les deux classes d'actifs : les actions apportent du potentiel de croissance à long terme, tandis que les obligations assurent la stabilité, la génération de revenus et la protection en cas de repli des marchés. Ce rééquilibrage permet de réduire la volatilité globale du portefeuille tout en maintenant un objectif de performance ajustée au risque.

En ce qui concerne la gestion privée, les obligations souveraines retrouvent leur statut d'instrument privilégié pour assurer la sécurité des portefeuilles des clients fortunés. Elles répondent à deux critères principaux : la protection du capital, grâce à la performance des émetteurs d'État ; et le revenu constant, grâce à des coupons fixes qui produisent des flux financiers réguliers, très recherchés dans les stratégies de génération de revenus ou de transmission. Les conseillers en gestion de patrimoine réintègrent donc les obligations dans les

allocations des profils prudents, ainsi que dans les portefeuilles équilibrés, en complément des actions et de l'immobilier.

Dans un environnement de taux normalisés, les obligations souveraines ne peuvent plus être considérées comme de simples instruments de couverture. Elles ont retrouvé une place centrale dans les stratégies d'investissement, en raison de leur capacité à conjuguer rendement, stabilité et prévisibilité. Ce retour en force s'appuie sur une conviction partagée par les acteurs du marché : la dette souveraine est redevenue un levier stratégique de performance.

Les obligations permettent de diversifier les sources de rendement au sein d'un portefeuille. Contrairement aux actions, dont les performances sont étroitement liées aux résultats des entreprises et aux cycles économiques, les obligations offrent des flux réguliers et contractualisés. Cette diversification est d'autant plus précieuse dans un contexte de volatilité accrue sur les marchés actions, où les corrections peuvent être brutales et imprévisibles.

Elles participent aussi à l'optimisation du rapport rendement/risque. Avec l'augmentation des taux, les investisseurs ont maintenant la possibilité d'obtenir des rendements notables sans avoir à s'exposer à un risque démesuré. Les obligations souveraines de haut niveau, en particulier celles émises par des pays avec une notation AAA, fournissent une protection du capital quasi inégalable tout en produisant des revenus constants. Cette approche favorise l'élaboration de portefeuilles plus solides, susceptibles de supporter les chocs macroéconomiques.

Ainsi, la réallocation vers les obligations souveraines ne relève pas d'un simple ajustement tactique ou conjoncturel. Elle traduit une évolution structurelle des préférences d'investissement, fondée sur le retour des fondamentaux du marché obligataire : sécurité, visibilité, et rendement ajusté au risque.

<b>Pays</b>	<b>Année</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>Fitch</b>
France	2015	Aa2	AA	AA
	2020	Aa2	AA	AA
	2025	Aa3	AA	AA
Allemagne	2015	Aaa	AAA	AAA
	2020	Aaa	AAA	AAA
	2025	Aaa	AAA	AAA
Espagne	2015	Baa2	BBB+	BBB+
	2020	Baa1	A	A
	2025	Baa1	A	A
Italie	2015	Baa2	BBB	BBB
	2020	Baa3	BBB	BBB
	2025	Baa3	BBB	BBB

TABLE 2 – Évolution des notations de crédit souverain (2015–2025)

## 4 Points de vigilance pour 2025

### 4.1 L'inflation persistante : un risque pour le rendement réel

La remontée des taux d'intérêt depuis 2022 a permis aux obligations souveraines de retrouver des rendements nominaux attractifs. Toutefois, pour l'investisseur, ce rendement facial ne suffit pas à évaluer la véritable rentabilité d'un titre. Ce qui compte, c'est le **rendement réel**, c'est-à-dire le rendement ajusté de l'inflation :

$$R_{\text{réel}} \approx R_{\text{nominal}} - \pi \quad (2)$$

où  $\pi$  représente le taux d'inflation anticipé sur la durée de détention du titre.

Par exemple, une OAT française à 10 ans offrant un rendement nominal de 3,5 % peut générer un rendement réel négatif si l'inflation se maintient à 4 %. Ce phénomène d'érosion du pouvoir d'achat des flux obligataires est particulièrement critique pour les investisseurs institutionnels (fonds de pension, assureurs) qui doivent garantir des prestations futures en termes réels.

La BCE anticipe une inflation à 2 % en 2025, mais cette trajectoire est sujette à de nombreuses incertitudes : tensions géopolitiques, volatilité des prix de l'énergie, politiques de transition climatique, et rigidité des salaires. Cette inflation peut persister même en l'absence de chocs exogènes, en raison de facteurs structurels.

Pour se prémunir contre ce risque, les investisseurs se tournent vers des instruments indexés sur l'inflation, tels que les **OATi** (Obligations Assimilables du Trésor indexées) ou les **TIPS** (Treasury Inflation-Protected Securities) aux États-Unis. Ces titres ajustent leur valeur nominale en fonction de l'indice des prix, offrant une protection directe contre l'inflation. Toutefois, ils présentent une *duration effective* plus élevée, une sensibilité accrue aux anticipations d'inflation, et une liquidité parfois limitée, ce qui nécessite une gestion active et spécialisée.

### 4.2 Risque de refinancement des États : soutenabilité budgétaire et spreads souverains

La hausse des taux d'intérêt a des implications directes sur le coût de financement des États. Entre 2015 et 2021, les gouvernements européens ont pu emprunter à des taux historiquement bas, voire négatifs. Ce contexte a favorisé l'expansion budgétaire, mais a aussi masqué les risques de soutenabilité à long terme.

En 2024, la dette publique atteint des niveaux préoccupants, avec environ **111 % du PIB en France** (contre 85 % en 2010), près de **140 % en Italie** et plus de **65 % en Allemagne**, en hausse après les plans de soutien énergétique.

Dans un environnement de taux durablement plus élevés, chaque nouvelle émission de dette se fait à un coût marginal supérieur, ce qui augmente la charge d'intérêts et réduit les marges de manœuvre budgétaires. Cela peut entraîner un *effet boule de neige* si la croissance nominale ne compense pas le coût du service de la dette.

Ce contexte peut également raviver les tensions sur les **spreads souverains**. Le spread est l'écart de taux entre un pays donné et une référence (généralement le Bund allemand). Une perte de crédibilité budgétaire peut entraîner une hausse de la prime de risque exigée par les investisseurs, en particulier pour les pays périphériques (Italie, Espagne, Grèce, Portugal).

Pour l'investisseur, cela implique une double vigilance : sur le niveau absolu des taux, qui détermine le rendement nominal, et sur la prime de risque pays, qui peut évoluer rapidement en fonction des annonces politiques, des notations des agences, ou des tensions sur les marchés. La gestion du risque souverain devient donc une composante essentielle de la stratégie obligataire, notamment via des outils comme les CDS (Credit Default Swaps), les swaps de spread, ou les arbitrages intra-zone euro.

### 4.3 Le dilemme de la duration : arbitrage entre stabilité et agilité

La **duration** est une mesure fondamentale en gestion obligataire. Elle représente la sensibilité du prix d'une obligation à une variation des taux d'intérêt. Formellement, il s'agit de la moyenne pondérée des échéances des flux futurs (coupons et remboursement du nominal), pondérée par leur valeur actualisée. Elle s'exprime en années.

$$D = \sum_{t=1}^n \left( \frac{t \cdot C_t}{(1+r)^t} \right) \bigg/ P \quad (3)$$

où  $C_t$  est le flux de trésorerie à la période  $t$ ,  $r$  le taux d'actualisation, et  $P$  le prix de l'obligation.

Plus la duration est longue, plus le titre est sensible aux variations de taux. Une hausse des taux entraîne une baisse du prix des obligations, et inversement.

Dans un environnement marqué par une normalisation monétaire et une incertitude sur l'évolution des taux, les investisseurs font face à un arbitrage complexe :

- Les **obligations de long terme** (10 ans et plus) permettent de verrouiller des rendements élevés sur une longue période. Si les taux baissent dans les années à venir, ces titres offriront un potentiel de plus-value important. Leur duration élevée amplifie les gains en capital en cas de détente monétaire.
- Les **obligations de court terme** (2 à 5 ans) offrent une plus grande flexibilité. Elles limitent le risque de perte en cas de nouvelle hausse des taux et permettent de se repositionner rapidement à des conditions plus avantageuses.

**Exemple :** Une obligation à 10 ans avec un coupon de 3,5% et une duration de 8 ans verra son prix baisser d'environ 8% si les taux augmentent de 1 point de pourcentage. À l'inverse, une obligation à 2 ans avec une duration de 1,8 sera bien moins affectée.

Ce dilemme est d'autant plus complexe que les courbes de taux peuvent être inversées (taux courts supérieurs aux taux longs), ce qui brouille les signaux traditionnels. En pratique, de nombreux gestionnaires adoptent une stratégie dite *barbell* : ils combinent des maturités courtes pour préserver la liquidité et des maturités longues pour capter le rendement. Cette

approche permet de lisser le risque de taux, tout en conservant une exposition aux opportunités de marché.

La gestion de la duration peut également être optimisée via des **instruments dérivés** :

- *Futures sur taux* : permettent de couvrir ou d'exposer un portefeuille à une variation anticipée des taux.
- *Swaps de duration* : ajustent la sensibilité d'un portefeuille sans modifier sa composition physique.
- *Fonds obligataires flexibles* : ces véhicules d'investissement ajustent dynamiquement leur duration en fonction des anticipations de marché.

En somme, la duration est à la fois un outil de mesure du risque de taux et un levier stratégique pour optimiser le rendement ajusté au risque. Sa gestion fine est essentielle dans un cycle monétaire incertain.

## 5 Stratégies d'investissement à considérer

### 5.1 Courbe des taux : Où se positionner ?

En 2025, le positionnement sur la courbe des taux constitue une décision stratégique centrale pour les investisseurs obligataires. Les courbes de taux dans les grandes économies développées — notamment aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni — présentent une forme inversée, où les taux courts sont supérieurs aux taux longs. Ce phénomène reflète les anticipations de ralentissement économique et de futures baisses des taux directeurs par les banques centrales.

Dans ce contexte, deux grandes approches se distinguent. La première consiste à se positionner sur les maturités courtes, généralement de 1 à 3 ans. Ces titres offrent actuellement des rendements très compétitifs, souvent équivalents à ceux des obligations de plus longue durée. Par exemple, les bons du Trésor américain à 2 ans affichent un rendement de 4,23 %, tandis que les Gilts britanniques à 2 ans dépassent les 4,70 %. Ce positionnement permet de limiter l'exposition au risque de taux, tout en conservant une forte liquidité et une capacité de repositionnement rapide si le cycle monétaire évolue.

La seconde approche privilégie les maturités longues, de 10 ans et plus. Ces obligations permettent de verrouiller des rendements nominaux élevés sur une période prolongée. En cas de détente monétaire ou de baisse de l'inflation, elles présentent un potentiel de plus-value significatif par effet de revalorisation. À titre d'exemple, les OAT françaises à 10 ans offrent un rendement de 3,51 %, les Bunds allemands 2,72 %, et les Treasuries américains 4,23 %. Ces titres sont particulièrement prisés par les investisseurs institutionnels pour l'adossement de leurs engagements à long terme.

Face à ces deux extrêmes, de nombreux gestionnaires adoptent une stratégie dite *barbell*, qui consiste à combiner des obligations de maturité courte et longue, tout en évitant la partie médiane de la courbe. Cette approche permet de bénéficier à la fois de la flexibilité des titres courts et du rendement sécurisé des titres longs, tout en limitant l'exposition aux zones de la courbe les plus sensibles aux incertitudes économiques.

### 5.2 Diversification géographique et devises

La diversification géographique est un levier essentiel pour optimiser le rendement ajusté au risque d'un portefeuille obligataire. En 2025, les écarts de rendement entre régions sont significatifs, reflétant des politiques monétaires divergentes, des niveaux d'inflation contrastés et des risques budgétaires spécifiques.

Aux États-Unis, les Treasuries à 10 ans offrent un rendement de 4,23 %, soutenu par une politique monétaire encore restrictive. Malgré un niveau d'endettement public élevé, les États-Unis conservent leur statut de référence mondiale en matière de dette souveraine. La Réserve fédérale maintient ses taux directeurs entre 4,25 % et 4,50 %, avec une pause prolongée attendue jusqu'à mi-2026. Ce contexte renforce l'attractivité des titres américains, notamment pour les investisseurs internationaux en quête de sécurité et de rendement.

Dans la zone euro, les rendements sont plus hétérogènes. Les Bunds allemands, considérés comme la valeur refuge de la région, offrent un rendement de 2,72 %, tandis que les OAT françaises atteignent 3,51 %. Les BTP italiens, avec un rendement de 3,61 %, permettent de

capter un surcroît de rendement, mais exposent à une prime de risque budgétaire plus élevée. Les spreads intra-zone euro restent sous surveillance, notamment en cas de tensions sur les finances publiques ou de divergences politiques.

Au Royaume-Uni, les Gilt à 10 ans affichent un rendement supérieur à 4,70 %, en réponse à une inflation persistante et à une politique monétaire encore restrictive. Bien que la livre sterling soit sujette à une forte volatilité, les titres britanniques peuvent constituer un relais de diversification intéressant, notamment pour les portefeuilles en devises.

Les pays émergents *investment grade* offrent également des opportunités attractives. Des économies comme le Mexique, le Chili ou la Corée du Sud combinent des rendements supérieurs à 7 % avec des fondamentaux macroéconomiques solides. Le Mexique bénéficie d'une politique monétaire prudente et d'une stabilité institutionnelle, tandis que le Chili affiche une discipline budgétaire et une croissance soutenue par les exportations minières. La Corée du Sud, bien que moins rémunératrice, présente un faible risque politique et une devise relativement stable. L'exposition à ces marchés peut se faire via des ETF spécialisés, comme le *iShares J.P. Morgan \$ EM Bond* ou l'*Amundi MSCI EM Latin America*, qui permettent une diversification sectorielle et géographique.

Enfin, la gestion en devises devient une composante stratégique en 2025. Le dollar américain reste dominant dans les paiements internationaux, mais sa force pourrait être remise en question par les politiques protectionnistes et les tensions géopolitiques. La livre sterling, bien que résiliente post-Brexit, reste volatile. Les devises émergentes, comme le peso mexicain (MXN), le won coréen (KRW) ou le réal brésilien (BRL), offrent un potentiel d'appréciation, mais exposent à des risques de change significatifs. Dans ce contexte, le recours à des stratégies de couverture — via des contrats à terme, des options de change ou des swaps de devises — est fortement recommandé pour limiter l'impact des fluctuations monétaires sur la performance globale du portefeuille.

## 6 Conclusion

En 2025, les obligations souveraines réintègrent pleinement le cœur des stratégies d'investissement, après une décennie marquée par des taux historiquement bas et une remise en question de leur rôle traditionnel. La normalisation des politiques monétaires, amorcée dès 2022, a redonné aux titres publics leur attractivité en termes de rendement, de stabilité et de prévisibilité. Ce retour s'inscrit dans une dynamique plus large de rééquilibrage des portefeuilles, où les investisseurs cherchent à conjuguer performance et résilience.

Cependant, cette renaissance du marché obligataire ne s'accompagne pas d'une certitude absolue. L'environnement reste complexe et volatil : l'inflation, bien que en voie de stabilisation, demeure un facteur d'érosion du rendement réel ; la soutenabilité budgétaire des États, notamment en zone euro, soulève des interrogations sur les spreads souverains ; enfin, le dilemme de la duration impose des arbitrages subtils entre agilité tactique et verrouillage stratégique des taux.

Dans ce cadre, il n'est plus possible de se contenter d'une gestion obligataire purement passive. Elle requiert une analyse minutieuse des courbes de taux, un choix géographique diversifié et une utilisation stratégique des outils de couverture. Les stratégies barbell, les fonds flexibles et les instruments indexés sur l'inflation s'imposent comme des outils essentiels pour évoluer dans ce nouveau paradigme.

Par conséquent, les obligations souveraines ne doivent plus être considérées uniquement comme des outils pour réduire la volatilité, mais plutôt comme des instruments actifs pour générer de la valeur. L'inclusion de ces éléments dans les portefeuilles modernes s'appuie sur une conviction réaffirmée : celle que la stabilité, si elle est correctement gérée, peut générer une performance durable.



## 7 Sources

- <https://avenuedesinvestisseurs.fr/performance-2021-des-investissements-actions-immo-fonds-euro-etc/>
- <https://www.boursier.com/actualites/reuters/le-rendement-du-bund-allemand-a-10-ans-passe-en-territoire-positif-pour-la-premiere-fois-depuis-mai-2019-269318.html>
- [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210909\\_2c94b35639.fr.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210909_2c94b35639.fr.html)
- <https://fr.investing.com/rates-bonds/france-10-year-bond-yield>
- <https://www.aft.gouv.fr/fr/titre/fr001400fyq4>
- <https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Perspectives-1er-trimestre-2025-17/12/2024,51143>
- <https://streetstocker.com/2025-barbell-investing-ai-energy-fed-policy/>
- <https://fr.investing.com/rates-bonds/>
- <https://fr.countryeconomy.com/gouvernement/ratings>