



Obligations : un rôle essentiel dans le renforcement de l'autonomie stratégique européenne

Amaury D'ORSAY

Responsable des marchés obligataires, Amundi

Dans un environnement de marché marqué par l'incertitude, les titres obligataires reviennent sur le devant de la scène. Face à l'évolution rapide des anticipations d'inflation, des orientations politiques et des divergences entre zones géographiques, les investisseurs recherchent de plus en plus des solutions capables d'offrir à la fois **stabilité et rendement**. Dans ce contexte, une gestion obligataire active peut répondre de manière pertinente à ces enjeux : une approche qui allie **discipline, flexibilité et capacité à s'adapter rapidement** à l'évolution des conditions de marché.

Le marché européen des titres obligataires offre un large éventail d'opportunités. Nous vous proposons un tour d'horizon de l'univers obligataire européen pour mieux comprendre sa contribution à la construction de portefeuille et son rôle déterminant dans le renforcement de l'autonomie stratégique européenne.

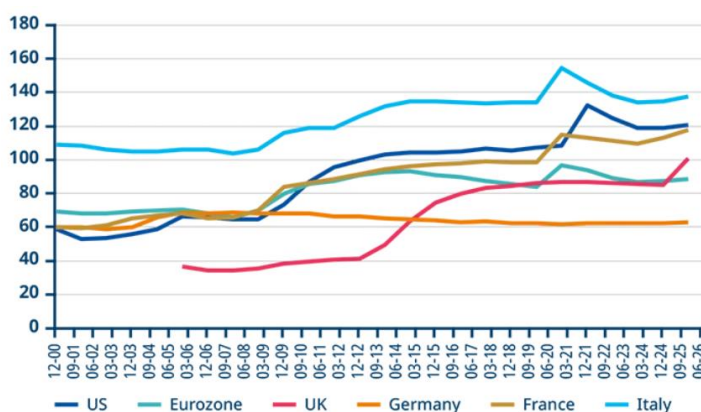
Évolution structurelle du marché des obligations souveraines de la zone euro

Anne Beaudu, gérante de portefeuille senior, stratégies Euro et Global Aggregate

Après de nombreuses années de désinflation, de taux d'intérêt nuls voire négatifs et d'assouplissement quantitatif (QE), les marchés obligataires ont connu des bouleversements spectaculaires depuis la pandémie de Covid. Pour faire face à la flambée de l'inflation post-Covid, amplifiée par la hausse des prix des matières premières à la suite à la guerre en Ukraine, les banques centrales ont été contraintes de **resserrer rapidement leurs politiques monétaires**, alors même que les politiques budgétaires étaient considérablement assouplies pour amortir tout choc économique. Cela a entraîné une hausse soudaine des rendements, les courbes s'aplatissant d'abord, voire s'inversant, avant de se pentifier à nouveau lorsque les banques centrales ont pu revenir à une politique neutre, l'inflation baissant lentement. Cette pentification a été amplifiée par un regain d'attention des marchés sur les politiques budgétaires et les trajectoires d'endettement, la **dominance budgétaire devenant un thème central** et la prime de terme se normalisant après des années de compression due aux politiques d'assouplissement quantitatif.

Dans le même temps, le ratio dette/PIB de la zone euro est passé de 85 % en 2019 à 97 % en 2021, avant de redescendre vers 88 % en 2025. Il devrait désormais remonter à mesure que le plan budgétaire allemand entrera en vigueur. Dans l'ensemble, l'évolution de la dette de l'ensemble de la zone euro semble plus raisonnable que celle de grandes économies comme les États-Unis (126 % en 2020), le Royaume-Uni (112 % en 2020) ou le Japon (215 % en 2020). Mais de **grandes disparités** persistent entre les pays et la **marge de manœuvre est très limitée** pour certains. L'Allemagne a pu annoncer un plan budgétaire indispensable en 2025, provoquant un mouvement rapide sur la partie longue de la courbe et une réévaluation relative de tous les autres actifs européens par rapport à l'Allemagne.

Dettes publiques en % du PIB



Source : Bloomberg, Amundi Investment Institute

La zone euro devra faire face à de nombreux défis dans les années à venir : une augmentation des **dépenses de défense**, des investissements indispensables pour accroître la **productivité** et relever les défis de la transition climatique, ainsi qu'une **hausse des dépenses sociales** dans un contexte démographique qui se détériore. Les investissements nécessaires exerceront une pression supplémentaire sur la dette souveraine, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Alors que la situation géopolitique devient de plus en plus complexe, avec des répercussions négatives tangibles sur les perspectives de croissance, la pression sur les déficits budgétaires et sur la partie longue de la courbe restera forte.

La **réforme des retraites** est un enjeu susceptible d'avoir un impact considérable sur le marché obligataire européen. Les régimes de retraite par répartition consacrent une part importante de l'épargne au financement des dépenses de retraite courantes. Cela limite la constitution d'actifs investis dans l'économie réelle. De plus, les fonds existants ont une exposition limitée aux actions.

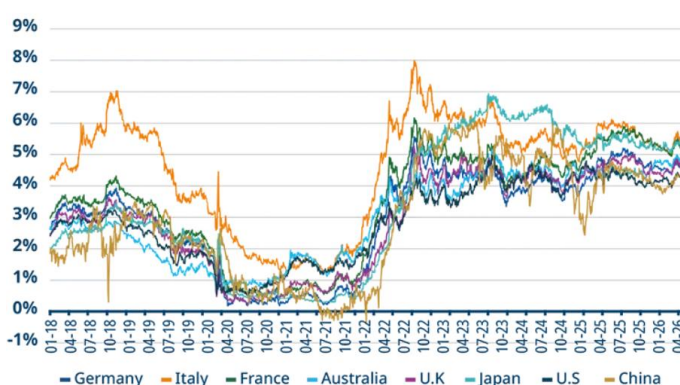
Ces fonds sont soumis à des règles prudentielles et à des garanties de capital, ce qui oblige les gestionnaires à adopter des profils très conservateurs. En conséquence, les actifs financiers des ménages européens ne sont pas investis de manière optimale, malgré un taux d'épargne très élevé.

C'est pourquoi la **réforme des fonds de pension néerlandais**, qui passe d'un régime à prestations définies à un régime à cotisations définies, a été suivie de près alors qu'elle entrait dans sa première phase majeure en janvier 2026. Les fonds de pension néerlandais, qui représentent la moitié des actifs des fonds de pension de la zone euro, ont été principalement investis dans des obligations, notamment des émissions nationales, allemandes et françaises, et en particulier dans des titres à longue échéance (> 30 ans). Ce changement devrait entraîner une **transformation radicale de leur stratégie d'investissement**, avec une réduction structurelle de la demande d'obligations d'État à long terme, ce qui implique une certaine pentification de la courbe des taux entre 10 et 30 ans, en particulier sur la courbe des *swaps*. Ces changements avaient été largement anticipés et la cohorte de fonds de pension devant effectuer la transition en janvier 2026 a terminé l'année 2025 avec des ratios de financement et de couverture plus élevés, tandis qu'un certain élargissement des *spreads* de *swap* sur les échéances à 30 ans a été observé au cours du second semestre 2025. Aucun flux important n'a été constaté au cours des deux premiers mois de 2026, tandis que le mois de mars a été entièrement dominé par la réaction des marchés au conflit avec l'Iran.

Dans un monde instable et en constante évolution, le **marché obligataire européen constitue la principale alternative au marché des bons du Trésor américain**, à un moment où l'on s'attend à ce que les stratégies de diversification* hors du dollar américain se poursuivent. Une fois couverts en dollar, les rendements allemands à 10 ans sont équivalents à ceux des bons du Trésor américains¹ et supérieurs à ceux de l'Australie, de la Norvège et de certains marchés émergents comme la Chine, la Colombie ou l'Inde. Les obligations françaises à 10 ans offrent un rendement supérieur de 65 points de base à celui des bons du Trésor américains, ainsi qu'à celui du Royaume-Uni, du Canada, de la Corée du Sud ou de l'Indonésie, tandis que les rendements italiens à 10 ans sont équivalents à ceux du Japon.

Étant donné que les régimes d'inflation, les événements géopolitiques et d'autres facteurs structurels peuvent entraîner des changements radicaux dans la forme de la courbe et les corrélations, il est **essentiel d'encadrer activement l'exposition au risque**. La manière dont le risque de duration est réparti sur la courbe ou entre les pays peut modifier considérablement la performance d'un fonds souverain en euros. Mais ce contexte offre également de **nombreuses opportunités intéressantes** pour les stratégies gérées activement.

Rendements des bons du Trésor à 10 ans couverts en dollars américains



Source : Bloomberg, Amundi. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Offre et demande soutenues sur le marché du crédit en euros

Anne Nguyen, gérante de portefeuille senior, *Crédit euro Investment Grade*

Depuis le retrait des banques centrales des marchés et la fin de l'ère de l'assouplissement quantitatif, les taux d'intérêt sont devenus plus **volatils** et sont de **plus en plus sensibles aux évolutions macroéconomiques**. En conséquence, les marchés obligataires ont retrouvé une dynamique plus traditionnelle. Les entreprises européennes ont démontré leur **capacité d'adaptation** aux différentes phases du cycle économique. Les entreprises présentent généralement une situation financière solide, avec des échéances de dette bien étalées dans le temps.

Au sein de l'indice de crédit de la zone euro², les établissements financiers représentent environ un tiers du marché. Dans un contexte de hausse des taux, les marges se sont améliorées, favorisant une meilleure rentabilité des fonds propres. De plus, les **bilans des banques** se sont **considérablement renforcés** au cours de la dernière décennie. D'un point de vue fondamental relatif, si la viabilité de la dette publique reste préoccupante compte tenu de la pression budgétaire croissante, les entreprises — en particulier les émetteurs *investment grade* — semblent plus disciplinées et, dans certains cas, **plus solides que les États**. Les tendances en matière de notation confirment cette opinion, les relèvements de notation l'emportant sur les déclassements depuis la pandémie de Covid-19.

Cette amélioration des fondamentaux, conjuguée à la hausse des rendements, a favorisé l'émergence du marché des fonds à échéance cible. Ces fonds ont rapidement gagné en popularité, offrant des rendements attractifs tout en conservant une exposition diversifiée à des émetteurs de grande qualité. Cette recherche de rendement a, à son tour, contribué à la stabilisation des *spreads* pendant les périodes de volatilité des marchés. Bien que les *spreads* de crédit restent serrés par rapport aux normes historiques — ce qui conduit certains investisseurs à s'interroger sur l'attrait du risque de crédit —, la situation apparaît sous un jour plus favorable lorsqu'on l'examine sous l'angle du rendement absolu. Les niveaux de rendement actuels continuent d'offrir une compensation adéquate pour le risque de crédit sous-jacent des entreprises européennes.

Cette importance accordée au rendement absolu n'est pas nouvelle : elle façonne depuis longtemps le comportement des investisseurs sur le marché américain du crédit, où ceux-ci ont traditionnellement été davantage motivés par le rendement que par les *spreads*. À cet égard, les marchés *investment grade* en euros et en dollars américains sont globalement comparables, bien qu'ils diffèrent par leur structure. Le marché *investment grade* en euros offre des avantages de diversification* intéressants en raison de la composition sectorielle qui lui est propre, de ses échéances plus courtes et des opportunités de valorisation qu'il présente. Une fois les coûts de couverture pris en compte, les marchés obligataires *investment grade* en euros et en dollars américains ont affiché des performances très similaires au cours des 15 dernières années, avec des rendements cumulés d'environ 80 % depuis 2010. Cela confirme que le marché obligataire *investment grade* en euros constitue une option de diversification pertinente pour les portefeuilles obligataires centrés sur le dollar américain.

Rendements totaux (couverts en euros)



Source : Bloomberg, Amundi. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Les investisseurs se tournent de plus en plus vers la gestion active pour améliorer leurs rendements sur les marchés du crédit. Dans un contexte marqué par une incertitude géopolitique accrue et une actualité en constante évolution, les facteurs techniques et le positionnement des investisseurs sont devenus des **déterminants clés des valorisations**. La demande du marché n'est souvent ni tout à fait rationnelle ni à l'abri des biais comportementaux, ce qui engendre des inefficiences. **Ces déséquilibres offrent aux investisseurs à long terme des opportunités de générer de l'alpha.**

De plus, la gestion active permet une **répartition plus fine entre les différents facteurs de risque** — tels que la durée, la qualité de crédit et la subordination —, ce qui permet aux investisseurs d'ajuster leurs expositions de manière dynamique en fonction de l'évolution des conditions de marché. Même les relations traditionnellement stables, comme la corrélation entre les taux d'intérêt et les *spreads* de crédit, peuvent évoluer au fil du temps, offrant ainsi des opportunités supplémentaires pour prendre des positions tactiques, de couvrir les risques ou d'améliorer la performance.

Pourquoi l'Europe a plus que jamais besoin de son marché obligataire *high yield*

Thierry Lebaupain, gérant de portefeuille senior, Euro High Yield

En Europe, le débat sur la souveraineté a tendance à commencer par les budgets de défense et à se terminer par l'endettement public. Cela occulte un **maillon essentiel : le financement des entreprises.**

La prochaine étape de l'Europe ne sera pas financée uniquement par les États. La Commission européenne estime les besoins d'investissement supplémentaires de 750 à 800 milliards d'euros par an d'ici 2030, sans tenir compte de toute aide supplémentaire à la défense. Pourtant, le financement par les marchés ne représente encore que 13 % du financement des entreprises de l'UE (contre environ 30 % aux États-Unis). Cet écart est important car les entreprises qui permettent au continent de fonctionner, d'être connecté et approvisionné ne font pas toutes partie de l'univers souverain ou *investment grade*. Beaucoup se situent en dessous, et il en sera toujours ainsi. Les plateformes de télécommunications et de fibre optique, les opérateurs de transport, les fournisseurs industriels, les services de santé, les infrastructures environnementales et une grande partie des entreprises européennes de moyenne capitalisation évoluent naturellement dans des structures à effet de levier. **Si l'Europe souhaite davantage d'autonomie en matière d'infrastructures, d'industrie et de capacités stratégiques, elle a également besoin d'un marché plus profond pour les emprunteurs.**

Le contexte est devenu plus favorable, ou du moins plus urgent. Le fonds d'infrastructure allemand de 500 milliards d'euros marque un **véritable tournant budgétaire** après des années d'austérité. La dernière enquête de la BCE³ sur les prêts bancaires montre que les banques de la zone euro resserrent à nouveau leurs critères d'octroi de crédit aux entreprises. La réforme des retraites aux Pays-Bas commence également à ébranler l'une des anciennes certitudes du marché obligataire européen : la demande structurelle pour les obligations à très long terme et les *swaps*. Cela ne signifie pas pour autant que les capitaux vont simplement affluer vers les obligations *high yield*. Cela signifie toutefois que l'Europe a désormais de meilleures raisons qu'auparavant de valoriser des marchés de crédit nationaux profonds, capables de financer des entreprises et des actifs réels, plutôt que de dépendre fortement des banques, des capitaux étrangers et du secteur public. Cela est d'autant plus vrai — et salutaire — à un moment où le poids de la dette publique est déjà élevé et où les tensions sur la dette souveraine ne sont plus un risque théorique.

C'est là qu'interviennent les obligations européennes *high yield*. L'attrait de cette classe d'actifs n'est pas idéologique, mais avant tout pragmatique. Un **marché des obligations *high yield* qui fonctionne correctement** permet aux entreprises trop endettées pour obtenir la notation *investment grade* mais qui **jouent néanmoins un rôle central dans le fonctionnement de l'économie**, d'accéder à des capitaux. Le financement de ces entreprises permet d'apporter des améliorations essentielles aux corridors de fret, aux réseaux de télécommunications et aux capacités de communication des États.

Les obligations européennes *high yield* ne servent pas uniquement à financer la consommation discrétionnaire ou les opérations de capital-investissement. Elles financent également des secteurs moins prestigieux mais plus déterminants de l'économie : les fournisseurs, les réseaux et les opérateurs de services, sans lesquels les ambitions de l'Europe en matière de réindustrialisation, de résilience et de rénovation des infrastructures resteraient largement au stade des discours.

Pour les investisseurs, l'intérêt est évident. Les obligations européennes *high yield* offrent du portage et un profil risque/rendement attractif ; mais elles sont davantage que la version plus risquée des titres *investment grade*. C'est l'un des rares marchés obligataires cotés, liquides et transparents qui offre une exposition au cœur productif de l'économie européenne : des entreprises en dessous du niveau des grandes valeurs, mais toujours essentielles à la façon dont le continent se construit, circule, se finance en énergie et s'adapte. Cela a son importance dans une Europe où l'épargne est bien présente mais encore peu orientée vers les marchés : environ 70 % de l'épargne des ménages de l'UE, soit environ 10 000 milliards d'euros, reste placée en dépôts bancaires.

C'est également pour cette raison que la gestion active est essentielle. L'objectif du marché européen des titres *high yield* n'est pas de financer tout ce qui porte le drapeau européen ; il s'agit plutôt de financer des entreprises viables et productives, tout en évitant d'allouer des capitaux à des structures fragiles, à des systèmes d'incitation inadéquats et à une mauvaise gestion. Sur le marché des titres *high yield*, une analyse approfondie et une sélection rigoureuse sont indispensables. La documentation, le risque de refinancement, le comportement des sponsors, la qualité des actifs et la pertinence stratégique sont autant de facteurs déterminants. Une stratégie *high yield* active et solide ne se contente donc pas de rechercher la performance, elle impose une discipline en matière d'allocation des capitaux.

L'argumentaire en faveur de cet investissement est donc double. Les obligations européennes *high yield* peuvent offrir un revenu attractif et une exposition différenciée aux *spreads*, tout en permettant un accès au capital à long terme à une partie des entreprises européennes que d'autres segments du marché obligataire négligent souvent. Une Europe qui souhaite sérieusement financer ses propres priorités ne peut pas compter uniquement sur les États, les banques et les champions nationaux. Elle a également besoin d'un solide marché d'investisseurs actifs pour les entreprises qui se situent dans l'entre deux.

Dynamiser le marché européen de la titrisation : un levier de croissance

Hubert Vannier, responsable de la titrisation

Les États-Unis passent du régime *Pax Americana* à une politique étrangère axée sur « *America First* ». Leur motivation est la domination économique : ils optent pour le protectionnisme et se livrent à une course effrénée pour s'emparer des ressources naturelles du Venezuela, et potentiellement de celles de l'Iran, voire du Groenland. Dans ce contexte d'incertitudes géopolitiques, les faiblesses économiques de l'Europe sont mises en évidence. Le manque d'investissements dans les technologies, notamment dans l'intelligence artificielle, dans la transition énergétique ou, plus récemment, dans la défense, est criant. Le financement de ces investissements est l'un des principaux défis auxquels sont confrontés les décideurs politiques européens. Des changements réglementaires visant à soutenir le financement de l'économie sont déjà en cours. Les institutions européennes ont adopté des améliorations au titre de Solvabilité II et sont engagées dans une procédure de trilogue concernant les

réglementations bancaires et de titrisation. Cette dernière permet de transférer le risque hors du bilan de l'établissement qui vend les actifs. Elle peut ainsi lui apporter non seulement des financements, mais aussi un allègement des exigences de fonds propres, ce qui permet au vendeur de recommencer à prêter, créant ainsi un cercle vertueux. Comme elle favorise l'autonomie financière et s'appuie directement sur des actifs européens, la titrisation est considérée comme un instrument clé de la souveraineté économique.

Actuellement, les plus importantes opérations de titrisation, qui représentent la moitié du marché, ne sont pas vendues aux investisseurs mais conservées par les vendeurs et servent de garantie auprès des banques centrales. Selon nous, cela signifie que la taille du marché pourrait doubler si les conditions économiques s'y prêtaient, c'est-à-dire si les *spreads* se resserraient.

Le marché de la titrisation a suivi la même tendance au cours des différentes crises de ces quinze dernières années, mais l'élargissement récent des *spreads* de titrisation a été bien moins important que prévu compte tenu de leurs niveaux absolus d'avant la crise. Cet élargissement modéré s'explique par trois facteurs principaux, qui confèrent au marché européen de la titrisation une résilience particulière :

- Tout d'abord, le risque de crédit lié aux garanties est limité, et les structures ont été conçues pour absorber de tels chocs. Les ABS⁴ et les RMBS⁵ s'appuient sur des prêts aux ménages. Ils ne sont pas directement affectés par les risques souverains, financiers ou d'entreprise, mais sont plus sensibles au chômage. Les CLO⁶ sont plus sensibles, en particulier les tranches *high yield*, mais bénéficient de structures renforcées. Les *spreads* de rendement des tranches mezzanine *high yield* se sont considérablement creusés, mais on n'observe ni tendance à la dégradation des notations ni cas de défaut.
- Les *spreads* des actifs de titrisation bénéficient d'un élargissement de la base d'investisseurs, les modifications réglementaires permettant désormais aux compagnies d'assurance et aux banques d'accéder à cette classe d'actifs.
- Enfin, le profil des acteurs du marché est déterminant : les investisseurs peu solides n'investissent plus dans la titrisation depuis la crise financière de 2008 et il n'y a pas de ventes forcées de titrisations.

Les *spreads* des titrisations européennes sont modérément sensibles aux chocs du marché, et les récentes modifications réglementaires devraient leur apporter un soutien à long terme. Cette asymétrie rare, caractérisée par une sensibilité réduite aux crises et l'avantage d'un resserrement des *spreads* en période de normalisation, devrait susciter l'intérêt des investisseurs. D'autres actifs présentant un bêta plus élevé pourraient offrir des rendements plus importants dans un scénario favorable, mais ces investissements comportent un risque géopolitique ou macroéconomique nettement plus élevé, d'autant plus qu'un scénario de stagflation devient plus probable. Les titrisations, en tant que titres à taux variable, ne sont pas exposées à la volatilité des taux d'intérêt. Elles offrent aux investisseurs une exposition modérée au crédit, qui présente une faible corrélation avec les autres actifs obligataires, et bénéficient de *spreads* plus élevés.

Conclusion

Le contexte obligataire actuel récompense la **sélectivité, la discipline et la flexibilité**. Les rendements ayant retrouvé des niveaux plus attractifs et les conditions de marché devenant de plus en plus différenciées, les investisseurs disposent d'un large éventail d'outils pour constituer des portefeuilles **alliant potentiel de revenu et encadrement des risques**.

Dans un environnement où l'incertitude devrait perdurer, les titres obligataires restent un placement de choix pour les investisseurs à la recherche de résilience et de performance. **Une gestion active axée sur la qualité peut aider à faire face à la volatilité, à s'adapter à l'évolution de l'inflation et des politiques économiques, et à tirer parti des opportunités offertes par les divergences régionales et spécifiques.**

Dans ce nouvel environnement, les titres obligataires ne visent pas seulement à préserver le capital : il s'agit de recourir à une gestion active pour transformer la dispersion et la volatilité en une **source d'opportunités pour l'Europe**.

Sources et glossaire

**La diversification ne garantit pas les gains et ne protège pas contre les pertes*

1. Au 03/04/2026

2. Indice de référence : Bloomberg Euro Aggregate Corporate (E)

3. BCE = Banque centrale européenne

4. ABS (Asset-backed Securities) : titres financiers émis en étant adossés à un portefeuille d'actifs qui génèrent des flux de paiement, comme des crédits auto, des prêts étudiants ou des créances.

5. RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) : titres financiers adossés à un portefeuille de prêts hypothécaires résidentiels.

6. CLO (Collateralized Loan Obligation) : titre financier adossé à un portefeuille de prêts, le plus souvent des prêts d'entreprises.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité, de change et de perte en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue pas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation d'un titre ou d'un autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire dans votre juridiction. Toute information contenue dans ce document ne peut être utilisée que pour votre usage interne, ne peut être reproduite ou rediffusée sous quelque forme que ce soit et ne peut être utilisée comme base ou composante d'instruments financiers, de produits ou d'indices. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont en date d'avril 2026. La diversification ne garantit pas un profit et ne protège pas contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, d'une prévision ou d'une prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances économiques et de marché sont celles de l'auteur et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et il n'y a aucune garantie que les pays, les marchés ou les secteurs se comporteront comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil d'investissement, une recommandation de titre ou une indication de négociation pour un produit d'Amundi. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, mais sans s'y limiter, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage lié à son utilisation.

Date de première utilisation : mai 2026.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.