

THÈME DU MOIS

Obligations européennes en 2026 et au-delà : forte offre, forte demande

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

L'offre d'obligations d'État européennes devrait augmenter fortement en 2026, car les déficits budgétaires importants - notamment en Allemagne et en France - entraînent une hausse des émissions nettes et des émissions brutes proches de 1 400 milliards d'euros, ce qui augmente les coûts de refinancement, en particulier sur les titres à cinq ans. Dans le cadre de son resserrement quantitatif, la BCE réduira ses achats, ce qui portera les émissions nettes à leur plus haut niveau historique et augmentera sensiblement le flottant.

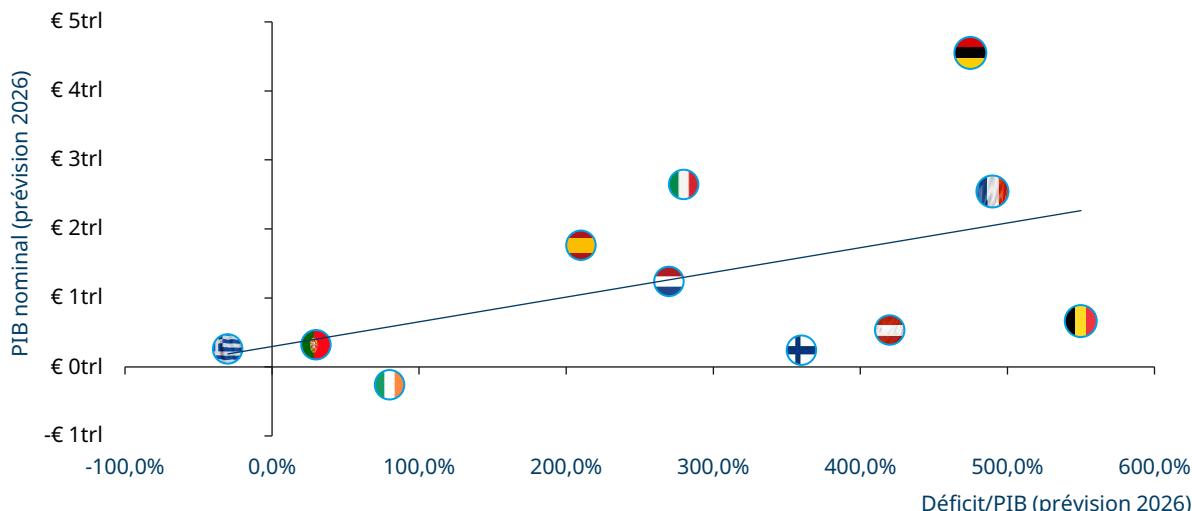
La poursuite des émissions publiques libellées en euros, une possible réorientation vers les bons du Trésor à court terme et une demande accrue des investisseurs, assureurs et fonds de pension européens rapatriés pourraient absorber une grande partie de l'offre supplémentaire. L'impact géographique sera variable, l'Allemagne étant le marché nominal le plus important et les marchés plus petits étant confrontés à des hausses plus importantes.

Les indices des emprunts d'État européens devraient progresser en 2026 en raison des déficits budgétaires élevés des principales économies européennes et de la poursuite de la tendance à l'augmentation des émissions publiques libellées en euros. La demande de la BCE va encore diminuer en raison du resserrement quantitatif. Toutefois, **le rapatriement des investisseurs européens et l'augmentation des achats des assureurs et des fonds de pension pourraient suffire à faire face à l'augmentation de l'offre.**

Importants déficits dans les plus grandes économies

La variation de la dette nette dépend moins des variations des soldes de trésorerie que des déficits budgétaires. Les pays européens sont confrontés à des situations budgétaires différentes en 2026 : la Belgique devrait afficher un déficit de 5,5 %, tandis que la Grèce devrait afficher un excédent de 0,3 %. Toutefois, comme le montre le graphique ci-dessous, deux des trois plus grandes économies - l'Allemagne et la France - devraient afficher deux des trois plus gros déficits en pourcentage du PIB. **Rien qu'en France et en Allemagne, les émissions nettes devraient représenter la moitié de la hausse totale des émissions nettes d'État de la zone euro en 2026.**

Croissance nominale du PIB et ratios déficit/PIB en 2026



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 26 novembre 2025.

RÉDACTEURS

GUY STEAR

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VALENTINE AINOZ

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE OBLIGATAIRE MONDIALE, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

MICKAEL BELLAICHE

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE SENIOR, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

Hausse de la charge d'intérêt tirée par les émissions brutes

Les émissions brutes correspondent aux émissions nettes plus les remboursements et les rachats (c'est-à-dire lorsque les pays décident de racheter de la dette dont l'échéance est postérieure à 2026, afin de lisser le calendrier de remboursement). Compte tenu de la pentification attendue des courbes de rendement au premier semestre 2026 et de la translation vers le haut des courbes depuis 2022, nous pensons que les rachats seront moins importants que lors des années précédentes. Toutefois, même en l'absence de rachats, **les émissions brutes des États européens devraient avoisiner 1 400 milliards d'euros, ce qui implique une hausse significative des coûts de financement, en particulier pour la dette à cinq ans arrivant à échéance** (émise pendant la période post-Covid de rendements historiquement bas en 2021).

En cas d'émissions nettes positives les gouvernements européens doivent trouver de nouveaux acheteurs pour leurs obligations. Certaines années, la BCE a rempli ce rôle ; entre 2015 et 2021, les achats de la BCE ont été supérieurs à l'augmentation de l'offre nette chaque année sauf une. Cependant, depuis 2023, la BCE réduit son bilan, ce qui signifie que **l'augmentation de l'offre nette de la BCE (émissions nettes) a été plus importante que les émissions nettes. Cette tendance devrait s'accélérer en 2026, la BCE devant réduire ses positions d'environ 384 milliards d'euros (soit un peu plus des trois quarts des émissions nettes). Les émissions nettes devraient donc atteindre leur niveau le plus élevé jamais atteint.**

Émissions nettes



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 26 novembre 2025.

Davantage d'émissions publiques et peut-être davantage de bons

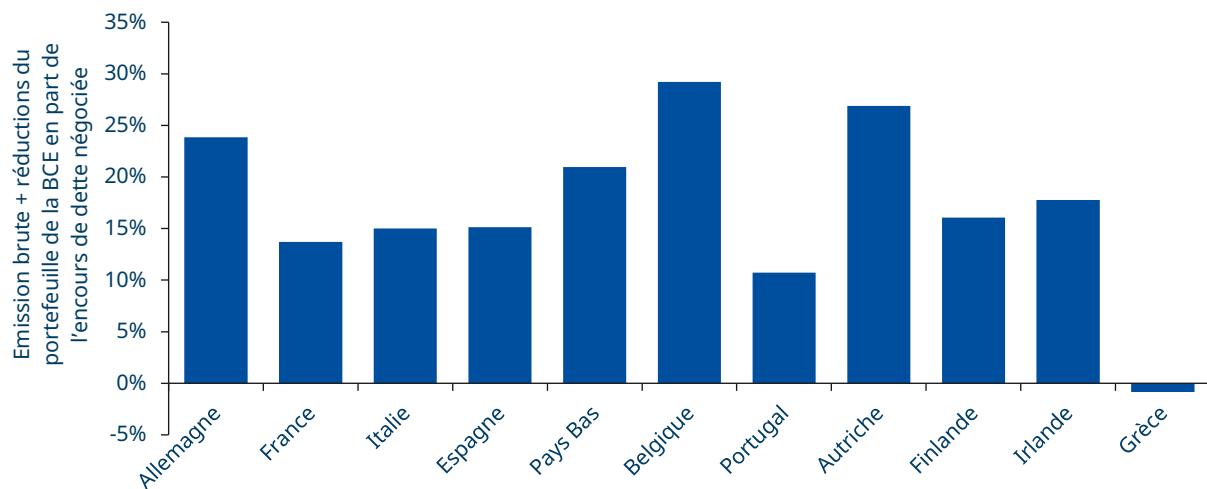
Les gouvernements européens peuvent financer leur dette de différentes manières : en euros ou en devises, en bons ou en obligations, en coupons fixes, flottants, variables ou indexés sur l'inflation, en ventes publiques ou directement auprès d'investisseurs particuliers. La tendance à long terme a été la multiplication des émissions sur les marchés publics libellés en euros. Avant 2011, les gouvernements européens finançaient entre 50 % à 60 % de leur dette sur les marchés de bons et d'obligations libellés en euro. Depuis la crise de 2011, ce pourcentage n'a cessé d'augmenter pour atteindre 69 % de la dette publique totale au T3 2025. **Nous pensons que la préférence pour les ventes publiques d'obligations et de bons du Trésor libellés en euros va perdurer et nous pensons que 90% des émissions nettes de l'année prochaine seront réalisées par le biais de telles ventes publiques.**

Cependant, une autre tendance de longue date pourrait maintenant commencer à changer. Au cours des vingt dernières années, les émissions obligataires ont augmenté par rapport aux bons du Trésor. En 2002, les bons du Trésor représentaient environ 10 % du total des émissions publiques ; en 2025, ce pourcentage était tombé à 6 %, en grande partie en raison de l'augmentation des obligations indexées sur l'inflation. Compte tenu de la pentification des courbes de taux, les **gouvernements européens pourraient désormais choisir d'augmenter les émissions à court terme, à l'instar de ce que le Trésor américain a indiqué vouloir faire**. Cela n'empêchera peut-être pas une nouvelle pentification de la courbe, mais cela pourrait néanmoins réduire légèrement les coûts de financement.

En combinant toutes ces analyses, nos prévisions suggèrent que **l'augmentation de la dette nette devrait correspondre à environ 5 % de l'encours de la dette publique européenne** (et à un pourcentage plus élevé des indices d'obligations d'État européennes qui ne couvrent pas l'ensemble de la dette publique européenne). La hausse de la demande nette (le « flottant » des emprunts d'État européens) devrait se rapprocher de 8 %.

La hausse sera assez différente d'un pays à l'autre. La plus forte hausse en termes nominaux devrait être en Allemagne, compte tenu de l'augmentation des financements nets de 120 milliards d'euros et de la réduction de plus de 100 milliards d'euros des avoirs de la BCE. Toutefois, les plus fortes hausses en pourcentage devraient concerner la Belgique et l'Autriche, compte tenu de la taille réduite de leur encours de dette. Même les pays ayant de faibles besoins de financement, comme l'Irlande, verront une augmentation du flottant de la dette, en raison de la taille réduite de leurs marchés.

Emissions brutes + réductions du portefeuille de la BCE



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 26 novembre 2025.

Sources de la nouvelle offre obligataire

Compte tenu de l'augmentation des émissions obligataires et de la réduction de la demande de la BCE, il convient de se demander qui achètera toutes les nouvelles obligations. Nous voyons au moins trois manières de répondre à cette augmentation de la demande :

- Premièrement, nous pensons que les investisseurs européens pourraient rapatrier certains fonds d'autres marchés vers des obligations européennes. Les rendements allemands à 10 ans sont actuellement supérieurs d'environ 40 pb aux rendements américains à dix ans échangés en euros, tandis que pendant la majeure partie des dix dernières années, les rendements américains échangés ont été supérieurs de 50 pb aux rendements européens. **Les rendements européens semblent donc relativement attractifs.**
- Deuxièmement, nous pensons que la **hausse générale des rendements européens pourrait entraîner des afflux de capitaux vers les contrats d'investissement garantis des assureurs, ce qui augmenterait la demande en obligations européennes.** La combinaison de rendements plus élevés en 2022 et de rendements relativement stables au cours des deux dernières années devrait être favorable à la collecte des contrats d'assurance.
- Enfin, nous pensons que **le passage des régimes à prestations définies aux régimes à cotisations définies aux Pays-Bas pourrait augmenter contre-intuitivement la demande d'obligations.** Lorsque les bénéficiaires sont responsables de leurs propres décisions, ils sont souvent plus défensifs que les gestionnaires de fonds professionnels. Les données de la BCE montrent que le régime moyen à cotisations définies a une part d'obligations nettement supérieure à celle du régime moyen à prestations définies, même après la hausse des rendements depuis 2022.

En résumé, bien que l'augmentation de l'offre nette en 2026 et au-delà augmentera considérablement la taille des indices obligataires souverains européens, le rapatriement et les flux vers les assureurs et les fonds de pension pourraient suffire à répondre à cette demande sans générer de rendements significativement plus élevés.

CONTRIBUTEURS AII*

VALENTINE AINOZ

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE OBLIGATAIRE MONDIALE, AII*

MICKAEL BELLAICHE

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE, AII*

DIDIER BOROWSKI

RESPONSABLE DE LA RECHERCHE SUR LES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES, AII*

PIERRE BROUSSE

STRATÉGISTE ACTIONS SENIOR, AII*

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE OBLIGATAIRE SENIOR, AII*

GUY STEAR

RESPONSABLE STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS, AII*

AYUSH TAMBI

STRATÉGISTE ACTIONS SENIOR, AII*

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

ÉDITEURS

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS AND PUBLISHING, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

ÉDITEUR ADJOINT

FRANCESCA PANELLI

SPÉIALISTE INVESTMENT INSIGHTS ET CLIENT DIVISION, AII*

CONCEPTEUR-RÉDACTEUR

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE NUMÉRIQUE ET CONCEPTEUR DE STRATÉGIES, AII*

* Amundi Investment Institute

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 10 décembre 2025. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « en l'état » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à toute utilisation qui pourrait en être faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Investir comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, toute personne impliquée dans la production de ce document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, le manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 15 décembre 2025.

Identifiant du document : 5064494.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Crédit photo : ©iStock/Getty Images Plus - Ekaterina Chizhevskaya

Amundi Investment Institute

Dans un monde de plus en plus complexe et en mutation, les investisseurs ont un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économique, financière, géopolitique, sociétale et environnementale. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe ses activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs sous un même chapeau : l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

Consultez les dernières mises à jour :



- █ Géopolitique
- █ Économie et marchés
- █ Stratégie de portefeuille
- █ Analyses ESG
- █ Hypothèses du marché des capitaux
- █ Recherche Cross Asset
- █ Actifs réels et alternatifs

Retrouvez-nous sur



Visitez le Centre de recherche

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned