Un rendement obligataire de plus en plus intéressant

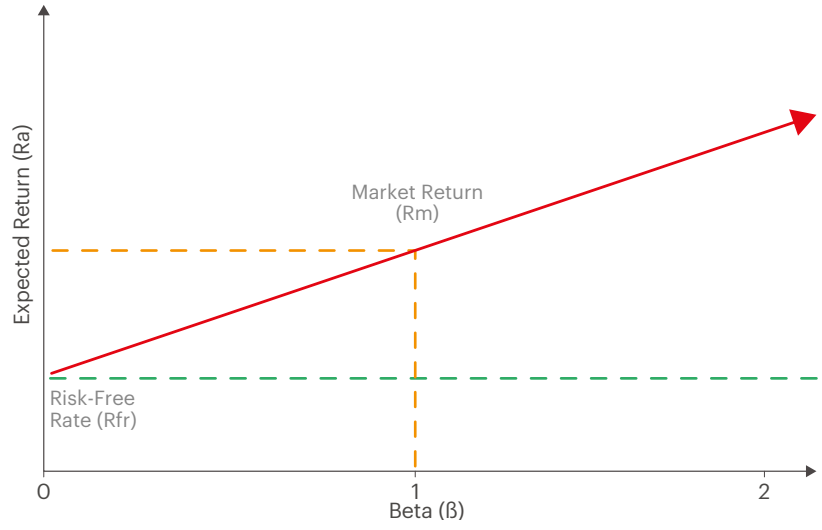
Par *Marsel Paraev*



Pour commencer, je voudrais rappeler quelques principes liés aux taux d'intérêt et, par conséquent, aux obligations. **Les obligations et les emprunts d'État constituent le plus grand marché d'actifs financiers. En effet, c'est la base qui sert à donner un prix aux autres classes d'actifs.**

Le modèle CAPM se traduit en français par MEDAF, **le modèle d'évaluation des actifs financiers**. La ligne horizontale nous donne le taux de rendement sans risque (Risk-Free Rate), qui correspond, en théorie, à ce que les États paient sur leur dette. La partie « sans risque » signifie qu'en principe, il ne peut y avoir de défaillance de paiement. Ensuite, plus on avance sur la droite oblique bleue, plus on peut espérer obtenir des rendements élevés, mais cela implique davantage de risques. Cela est tout à fait logique car, pour que le modèle ait du sens, un investisseur qui vise plus de rendement espère l'obtenir via des investissements qui ont un potentiel de rendement supérieur, mais qui n'est pas garanti et suppose donc davantage de risques. Dans le cas contraire, il n'y aurait pas de risque et l'on retournerait donc au rendement sans risque. Ensuite, il existe deux façons de considérer les taux d'intérêt : à court terme ou à long terme. Le taux d'intérêt à court terme est fixé par les banques centrales. Dans le cas qui nous concerne, il s'agit de la BCE. Cette dernière utilise de nombreux indicateurs économiques ainsi que son mandat afin d'estimer la meilleure politique de taux pour atteindre au mieux les objectifs qu'elle s'est fixés. D'un autre côté, les taux à long terme se forment sur le marché par différents participants économiques qui, via leur participation, vont fixer le taux à long terme qui, selon eux, reflète le mieux les conditions de marché. De cela découlent donc deux conclusions : les banques centrales ne contrôlent que les taux à court terme et le marché détermine les taux à long terme.

Graphique 1 : Modèle d'évaluation des actifs financiers (CAMP)



Enfin, pour fixer le cadre, nous devons préciser la séparation des pouvoirs entre l'État, qui s'occupe d'organiser la vie d'une société donnée, et la banque centrale, qui doit, selon son ou ses mandats, intervenir dans l'économie et le monde financier. Par exemple, le mandat de la Banque centrale européenne est d'assurer la stabilité des prix dans la zone euro, tandis que celui de la Federal Reserve des États-Unis est d'assurer le plein emploi et la stabilité des prix. Maintenant que le cadre est globalement fixé, analysons la situation actuelle sur les marchés.

Je suis certain, cher lecteur, que si vous lisez ces pages, vous avez entendu parler de la dette exorbitante de la plupart des pays développés. Le premier de ces pays est évidemment le Japon, mais le plus important est les États-Unis. Ce dernier est la clé de voûte du système actuel.

L'inflation est une solution à la dette, car chaque euro remboursé aura une valeur inférieure à sa valeur initiale : l'inflation réduit le pouvoir d'achat de la monnaie.

Lorsque l'Amérique est devenue la première puissance mondiale, l'essentiel de la production industrielle lui appartenait, elle avait peu de dette et une économie dynamique. C'est en général l'évolution des pays bien gérés. Dans ce cadre, les taux d'intérêt sont gérés selon les attentes de l'économie et l'État dépense davantage en temps de crise pour soutenir l'économie, puis diminue son endettement pendant les beaux jours, en réduisant sa dette grâce aux rentrées fiscales et à l'excédent commercial. Le problème est que, depuis des années, l'Amérique n'a plus d'excédent et n'a que des déficits qui contribuent à augmenter la dette alors que l'économie se porte bien.

Tentons de décortiquer le problème de la dette. Lorsqu'après la crise de 2008 et jusqu'au choc économique lié au COVID-19, les taux d'intérêt étaient proches de 0 %, la dette, théoriquement, ne posait pas de problème, car on n'avait pas d'intérêts importants sur le principal et, si les revenus d'un État étaient insuffisants pour financer son déficit, cet État avait la possibilité de se refinancer à presque 0 %. Donc, on repoussait la véritable échéance sans vraiment régler le problème.

Depuis que l'inflation est redevenue une réalité, les banques centrales sont à nouveau contraintes d'intégrer cette variable dans leurs décisions de politique monétaire.

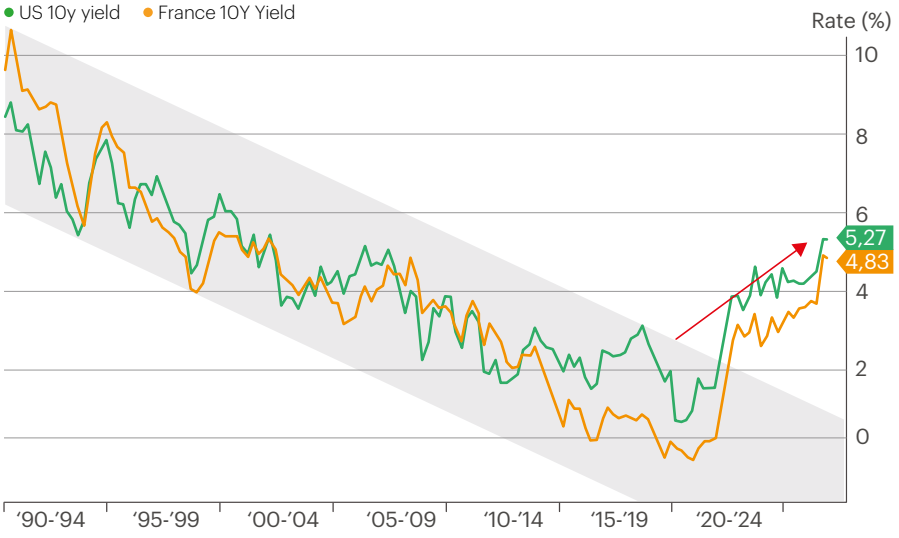
La difficulté réside notamment dans le fait que l'inflation peut, dans certaines circonstances, faciliter certains ajustements économiques, par exemple


Federal Reserve Chairman Kevin Warsh. Source : The White House / Flickr

en réduisant la valeur réelle des dettes. Elle peut ainsi être assimilée, dans une certaine mesure, à une forme de « taxe invisible ». Elle constitue néanmoins une difficulté majeure pour les PME et les ménages, puisque la hausse générale des prix réduit leur pouvoir d'achat et peut également entraîner une augmentation de leurs coûts.

Par ailleurs, lorsque l'inflation est élevée ou anticipée comme durable, les prêteurs peuvent chercher à se protéger contre la perte de valeur réelle des sommes qu'ils prêtent. Ils peuvent alors exiger des taux d'intérêt nominaux plus élevés afin de préserver leur rendement réel. En théorie, cela contribue donc à exercer une pression à la hausse sur les taux d'intérêt.

Graphique 2 : The end of the 30 year Bond Bull Run
Source : Bloomberg, données de 5/10/2026.



Le problème est que, depuis des années, l'Amérique n'a plus d'excédent et n'a que des déficits qui contribuent à augmenter la dette alors que l'économie se porte bien.



Cette situation met en évidence la position particulièrement délicate des banques centrales : elles doivent lutter contre l'inflation en maintenant des conditions monétaires suffisamment restrictives, tout en évitant que la hausse des taux d'intérêt ne pèse excessivement sur l'investissement, l'activité économique, les ménages et les entreprises.

Les banques centrales devraient être indépendantes, mais lorsqu'un État souhaite lever des fonds pour financer des projets de long terme, il doit émettre de la dette. Or, comme les taux longs sont plus élevés, le coût de ce financement augmente, ce qui peut rendre l'émission de dette plus difficile. L'État a donc deux options : emprunter à court terme ou faire en sorte que la banque centrale achète ses émissions afin de contrôler les taux longs. Dans ce cas, l'indépendance de la banque centrale peut être remise en question, puisque nous nous retrouvons dans une situation de contrôle de la courbe des taux.

Alors, nous pourrions nous dire qu'un État pourrait simplement baisser ses dépenses. C'est également une chose très compliquée à faire. Il existe tellement de programmes auxquels l'État s'est engagé à participer financièrement et que la population ne souhaite pas voir remis en cause. On voit toutes les discussions sur les retraites, la sécurité sociale, etc. Par ailleurs, lors des périodes électorales, les candidats ont très peu de chances d'être élus s'ils touchent aux bénéfices sociaux dont les citoyens bénéficient.

Par conséquent, la seule option viable est d'avoir une approche qui combinera plusieurs techniques en même temps ou qui les fera se succéder. Cependant, cela serait probablement imposé par un événement exogène et, par conséquent, la résolution de cette problématique serait douloureuse.

Dans sa chronique publiée dans *Trends*[1], Bruno Colmant analyse les risques liés à l'endettement croissant des États-Unis et identifie cinq scénarios susceptibles de se combiner : raccourcir la dette, faire acheter la dette par l'épargne américaine, plafonner les taux d'intérêt à long terme, rembourser la dette par l'inflation, et changer unilatéralement les règles du dollar.

En revanche, un élément qu'il n'a pas envisagé dans son article est la diminution forcée des coupons que les obligations doivent payer aux investisseurs sur la dette existante.

Il existe un précédent historique où le président Garfield, en 1881[2], aux États-Unis, a proposé un choix aux investisseurs : soit on diminue le coupon, soit on rachète les obligations au prix actuel et les investisseurs doivent les réinvestir au cours du marché. En fait, les deux options ne sont que des formulations de la même chose.



Il est possible que l'action de la banque centrale ne suffise plus à régler les déséquilibres et qu'une solution plus profonde doive donc être trouvée.

Considérons un coupon de 2 % sur une obligation de cinq ans qui serait divisée par deux et dont l'obligation ne paierait donc que 1 % par an pendant les cinq années à venir. Le coût total serait donc de 5 % au lieu de 10 %. Voyons maintenant le cas de la même obligation qui est rachetée par l'État à 100. L'investisseur récupère donc 100 et n'a plus le coupon de 2 %, mais doit réinvestir au cours du marché, donc à 1 %, et va percevoir 1 % pendant les cinq prochaines années. On voit bien que c'est tout à fait la même chose.

À la lumière de ce qui vient d'être analysé, cher lecteur, je voudrais mentionner ce qui a du sens pour moi sur le marché obligataire. Très souvent, on fait un calcul simple en se disant que, si la banque centrale baissait son taux directeur, donc le taux court, les taux à long terme baisseraient aussi. Or, on a vu que c'est le marché qui détermine ces derniers, bien qu'une banque centrale ait un pouvoir d'influence en rachetant activement cette dette.

Se pose alors une autre question : quid de la confiance du marché dans des actions de ce type ? En effet, si nous considérons un État un peu comme une entreprise qui demanderait un financement, si cette entreprise a des finances déséquilibrées, la banque et le marché demanderaient une prime de risque pour lui prêter. En théorie, pour l'État, c'est la même chose, sauf que l'État peut aussi augmenter les impôts pour tenter de soulager son fardeau. Mais toutes ces actions risquent d'entamer la confiance des investisseurs qui, à la fin, vont quand même exiger un taux plus élevé.

Dans un souci de simplicité, je vais m'arrêter ici dans mon analyse et vais simplement conclure sur une vision pratique. Il me semble que, dans une configuration telle qu'on l'observe aujourd'hui, il est possible que l'action de la banque centrale ne suffise plus à régler les déséquilibres et qu'une solution plus profonde doive donc être trouvée.

En attendant le nouvel équilibre, je ne serais pas surpris de voir le marché pousser les taux de la dette américaine à long terme vers 6 % de rendement. D'ici là, il me semble raisonnable de privilégier le court terme. Il est important de garder à l'esprit que, si nous nous dirigeons vers 6 %, cela signifie que les différentes classes d'actifs vont subir une revalorisation sur le marché en parallèle. Il faudrait donc s'adapter aux conditions de marché au fur et à mesure de l'évolution de ces paramètres. •

[1] https://trends.levif.be/opinions/chroniques/5-scenarios-pour-la-dette-americaine-et-la-reponse-a-y-apporter-investir-en-or/
[2] https://history.state.gov/historicaldocuments/frus1881/message-of-the-president

SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBOURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIQUE
142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Anvers
Tél (+32) 3 220 00 60

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2026 Securities De Munter.
Tous droits réservés.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand- Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.