



LA NOUVELLE ÈRE DES OBLIGATIONS

Décryptage : baisses de taux, divergences de croissance et opportunités européennes

OCTOBRE 2025



Avec des bilans d'entreprises solides en Europe et une marge de manœuvre pour de nouvelles baisses de taux aux États-Unis, les conditions semblent favorables aux investissements obligataires. Toutefois, face à des trajectoires de croissance divergentes et à des chocs potentiels comme la situation politique en France, la gestion active des obligations n'a jamais été aussi cruciale. Salvatore Bruno et Mauro Valle de Generali Asset Management S.p.A. partagent leur vision de l'environnement macroéconomique et son impact sur les portefeuilles obligataires.

- *Là où les rendements réels dépassent la croissance potentielle, les opportunités à moyen terme semblent plus prometteuses en Europe qu'aux États-Unis.*
- *Toutefois, les différents plans budgétaires des gouvernements européens doivent être examinés avec attention. Une sélection active des obligations est essentielle.*
- *Les tendances les plus marquées en Europe ont été le resserrement des écarts entre les pays Core et périphériques et la pentification de la courbe des taux.*
- *Cet environnement est favorable à la maximisation des rendements des portefeuilles et la stratégie des fonds Euro Bonds en tire parti avec une position neutre en termes de durée et une approche tactique.*



Salvatore BRUNO

Directeur adjoint des investissements et
Directeur de la gestion active
Generali AM

Où en sont les marchés obligataires après la forte volatilité de 2025 ?

En comparant les taux et la croissance potentielle réels, les spreads américains semblent neutres tandis qu'en Europe — notamment en Allemagne, référence pour les courbes de taux européennes, — les taux réels sont élevés par rapport à la croissance potentielle. Au cours des deux ou trois dernières années, les taux ont connu un ajustement rapide après plus d'une décennie de « répression financière » par les banques centrales, qui les ont maintenus artificiellement bas. Cette situation semble désormais normalisée, les variables macroéconomiques fondamentales jouant à nouveau un rôle important dans la détermination de la trajectoire des taux.

Ainsi, alors que les rendements réels dépassent la croissance réelle potentielle, nous percevons davantage d'opportunités à moyen terme dans les taux européens qu'américains. Cependant, il faut tenir compte de l'intention des gouvernements européens d'utiliser le levier budgétaire pour éviter un ralentissement de la croissance, après la forte reprise post-Covid de ces dernières années. Une gestion active sera essentielle pour saisir les opportunités du marché.

Que doivent savoir les investisseurs sur la divergence des politiques de taux entre la Fed et la BCE ?

La « domination budgétaire » au détriment de la politique monétaire aux États-Unis et le risque de perte d'indépendance de la Réserve Fédérale ont fait l'objet de nombreuses discussions. En substance, l'expansion budgétaire promise par l'administration Trump nécessite des taux d'intérêt bas afin de limiter le coût des paiements d'intérêts sur la dette,

qui dépasse désormais 10 % des recettes budgétaires. Cela a conduit l'administration à exercer une forte pression sur la Fed pour qu'elle reprenne son cycle de baisse des taux.

Une première baisse a effectivement été opérée en septembre, en réponse à l'affaiblissement du marché du travail. Cependant, le président Powell a réitéré la nécessité d'être très vigilant en matière d'inflation. Il ne sera pas facile de résoudre le conflit entre la Maison Blanche et la Fed avant le changement prévu à la tête de la banque centrale à la mi-2026. Néanmoins, il semble y avoir une marge pour de nouvelles baisses des taux directeurs, mais celles-ci pourraient être moins importantes que ce que le marché anticipe. En Europe, la situation est différente : le marché ne prévoit pas de nouvelles baisses des taux de la BCE, car l'inflation devrait se stabiliser et les perspectives de croissance semblent s'améliorer. Les investisseurs devront évaluer les plans d'expansion budgétaire prévus, en particulier en Allemagne, ainsi que les répercussions éventuelles des tensions politiques françaises sur les taux d'intérêt des autres pays.

Quel impact aura le plan de réarmement allemand sur la croissance et l'industrie ?

Le plan budgétaire allemand visant à augmenter les dépenses de défense et d'infrastructure s'élève à près de 1 000 milliards d'euros sur 10 à 12 ans. Si l'Allemagne dispose d'une forte capacité de dépense, les autres pays européens devront prendre des mesures compensatoires pour maintenir l'équilibre budgétaire. Compte tenu de la corrélation positive entre la croissance allemande et celle des pays de la zone euro, l'ensemble de la région devrait en bénéficier, mais avec un effet multiplicateur plus limité. Les dépenses d'infrastructure auront un impact particulièrement fort sur l'industrie allemande, notamment dans des secteurs tels que la construction, les biens d'équipement et la finance. L'Allemagne vise également à réduire ses importations de matériel de défense en provenance des États-Unis, ce qui pourrait améliorer encore l'économie européenne. Concernant les taux, la soutenabilité de la dette

Les dépenses d'infrastructure auront un impact particulièrement fort sur l'industrie allemande, notamment dans des secteurs tels que la construction, les biens d'équipement et la finance. ”

est clé. Les rendements de la dette allemande ont augmenté à la suite de l'annonce des dépenses, même si une partie de cette augmentation a ensuite été absorbée. Si les dépenses sont étalées dans le temps, les inquiétudes pourraient s'atténuer. De plus, les indicateurs budgétaires de l'Allemagne restent plus solides que ceux des pays moins disciplinés, de sorte que le marché pourrait surestimer l'impact de l'augmentation des dépenses sur les rendements des Bunds.



Les spreads de taux souverains de la zone euro sont très serrés. Compte tenu de la situation politique en France, quelle est aujourd'hui la pertinence du clivage entre les pays Core et les pays périphériques ?

Deux éléments clés ressortent : d'une part, les spreads des pays périphériques sont stables, l'Italie étant en bonne voie pour atteindre l'objectif de déficit de 3 % avec un an d'avance. D'autre part, les difficultés politiques de la France ont poussé le spread des OAT au-dessus de celui des BTP italiens. L'instabilité politique en France et les inquiétudes liées à des dépenses incontrôlées ont conduit le marché à exiger des rendements plus élevés sur la dette française, dépassant même ceux des pays périphériques. L'écart global par rapport aux Bunds s'est réduit, ce qui signifie que la « distance » par rapport aux actifs les plus sûrs a diminué, rendant la distinction entre les obligations des pays Core et celles des pays périphériques moins pertinente. Cela dit, cette dynamique doit être réévaluée en permanence.



Mauro VALLE

Directeur de la Gestion Obligataire Active
Generali AM

Voyons maintenant comment ces points de vue se traduisent dans les portefeuilles. Comment appréhendez-vous la duration et la courbe des taux dans la stratégie des fonds Euro Bonds compte tenu de l'environnement des taux ?

La BCE a maintenu ses taux inchangés à 2 % en septembre, tablant sur une inflation stable au cours des prochaines années et une croissance plus équilibrée. Les marchés n'anticipent plus de nouvelles baisses. Les rendements des Bunds à 10 ans s'échangent dans une fourchette de 2,4 à 2,8 % depuis avril, soutenus par l'amélioration des perspectives économiques et l'expansion budgétaire. Les rendements des Bunds pourraient se rapprocher de 3 % si la croissance dépasse 1 % et si l'inflation reste supérieure à 2 %. Nous restons neutres pour l'instant, dans l'attente d'une opportunité de passer à une position short.

Le taux allemand à 2 ans oscille autour de 2,0 %, reflétant l'absence de prévisions de nouvelles baisses. La courbe des taux a connu des ajustements modestes : le spread entre les taux à 10 et 2 ans s'est légèrement resserré à 70 points de base, tandis que le spread entre les taux à 30 et 10 ans s'est écarté de 63 points de base. Nous pensons que la tendance générale à la pentification a peu de chances de se poursuivre, étant donné que la BCE devrait marquer une pause à 2,0 %. Toutefois,

Le taux allemand à 2 ans oscille autour de 2,0 %, reflétant l'absence de prévisions de nouvelles baisses.



le spread entre les taux à 30 et 10 ans pourrait continuer à se creuser, soutenu par les dépenses budgétaires dans les pays de la zone euro.

En Europe, quelles sont les opportunités qui vous semblent les plus prometteuses et celles qui sont les plus vulnérables dans le contexte macroéconomique et politique actuel ?

Au cours des 18 à 24 derniers mois, les tendances les plus marquées sur le marché obligataire européen ont été le resserrement des spreads entre les pays Core et les pays périphériques et la pentification de la courbe des taux. Si ces dynamiques devraient se poursuivre, les niveaux actuels méritent d'être surveillés de près. Si les anticipations d'un maintien du taux directeur de la BCE à 2 % se confirment, combinées à une faible volatilité des taux, la recherche d'opportunités de rendement par le biais d'opérations de portage devrait se poursuivre. Les obligations d'entreprises européennes de qualité « investment grade » offrent

également des rendements d'environ 3 % actuellement et, malgré des spreads proches de leurs plus bas historiques, nous pensons que ces niveaux restent attractifs pour les investisseurs.

Quels sont les principaux risques à surveiller dans la dette souveraine, qu'ils soient monétaires, budgétaires ou géopolitiques ?

depuis la mi-août en raison de la situation politique difficile et des inquiétudes budgétaires, anticipant une dégradation de la note souveraine. Après la démission du Premier ministre Lecornu début octobre, Macron l'a reconduit dans ses fonctions avec son gouvernement. Si des élections anticipées ont été évitées pour l'instant, l'incertitude politique reste élevée. La fragmentation de l'Assemblée représente un risque pour le gouvernement et, malgré une certaine volonté de compromis, le climat politique général reste tendu. Le risque d'élections anticipées reste non négligeable, tandis que les inquiétudes budgétaires s'intensifient : le déficit pour 2026 devrait désormais avoisiner 5,5 % du PIB, avec un ratio dette/PIB d'environ 116 %, les 40 milliards d'euros d'économies promis semblant peu probables. Compte tenu du niveau élevé d'incertitude politique, les spreads des OAT devraient évoluer dans la partie haute de la fourchette observée ces derniers mois et un pic supérieur à 100 pb ne peut être exclu.

Le spread BTP-Bund à 10 ans se stabilise autour de 80 pb et devrait continuer à se consolider, la croissance italienne restant résiliente et la discipline budgétaire s'améliorant, avec un excédent primaire positif attendu dans la prochaine loi de finances. L'expansion budgétaire de l'Allemagne pourrait soutenir davantage les spreads périphériques, à

Le spread BTP-Bund à 10 ans se stabilise autour de 80 pb et devrait continuer à se consolider



mesure que les déficits budgétaires et les ratios dette/PIB convergent entre les pays de la zone euro. Nous restons optimistes sur les obligations périphériques, même si la volatilité des spreads dépendra largement des conditions générales du marché et de l'évolution de la situation en France.

Comment la stratégie des fonds Euro Bonds a-t-elle évolué ces derniers mois et comment est-elle positionnée pour les mois à venir ?

Récemment, la volatilité des taux a été assez faible, en raison de la fin du cycle de baisse des taux de la BCE et d'une économie relativement stable. Les taux allemands ont évolué dans une fourchette et affichent une tendance neutre. Cette situation est favorable à la maximisation des rendements des portefeuilles et nous en avons tiré parti en adoptant une position neutre en termes de duration au cours des deux derniers mois, après avoir été positifs au premier semestre. Nous avons maintenu une position longue dans le ventre de la courbe afin de bénéficier des opportunités de pentification et avons pris une position short sur les échéances à 30 ans afin d'adopter une attitude défensive en cas de nouvelle pentification à long terme. Nous avons également pris une position longue sur l'Italie, l'Espagne et la Grèce et une position short sur les obligations françaises.

À l'avenir, nous continuerons à maintenir une duration relative neutre avec une approche tactique. Au niveau des pays, nous sommes short sur l'Allemagne et la France, longs sur les obligations émises par l'Union Européenne, avec des positions surpondérées en Grèce, en Espagne et en Italie, tout en restant neutres sur le Portugal. En ce qui concerne la stratégie de courbe des taux, la stratégie des fonds Euro Bonds est légèrement short sur le segment à 2 ans, longue sur le segment 5-10 ans et short sur le segment 15-30 ans ; nous surveillons cette dernière exposition, car nous pensons qu'elle pourrait devenir moins attractive dans la phase finale de la pentification de la courbe.



L'OFFRE GIS EURO BOND

Generali Investments SICAV (GIS)	GIS Euro Bond [reporting]	GIS Euro Bond 1-3 Years [reporting]	GIS Euro Short Term Bond [reporting]
Gérant	Mauro Valle	Mauro Valle	Mauro Valle
ISIN (Eur B Acc.)	LU0145476148	LU0396183112	LU0145484910
Actifs sous Gestion	2 716.33M € au 30/09/2025	1 485.65M € au 30/09/2025	649.61M € au 30/09/2025
Date de création	2 avril 2002	5 novembre 2008	2 avril 2002
Indice de référence	JPM EMU GOVERNMENT	JPM EMU GOVERNMENT 1-3Y (TR)	€STR
Devise	Euro	Euro	Euro
Domiciliation	Luxembourg	Luxembourg	Luxembourg
Frais d'entrée / de sortie	n.a	n.a	n.a
Frais courants	0.60%	0.35%	0.27%
Frais de gestion	0.40%	0.15%	0.15%
Frais de surperformance	n.a	n.a	n.a
Société de gestion	Generali Investments Luxembourg S.A.	Generali Investments Luxembourg S.A.	Generali Investments Luxembourg S.A.
Gestionnaire financier	Generali Asset Management Società di gestione del risparmio	Generali Asset Management Società di gestione del risparmio	Generali Asset Management Società di gestione del risparmio
Niveau de risque SRI	3/7 Les autres risques significatifs non pris en compte dans cet indicateur sont les suivants : Risque de crédit, Risque de liquidité,.	2/7 Les autres risques significatifs non pris en compte dans cet indicateur sont les suivants : Risque de crédit, Risque de liquidité,.	2/7 Les autres risques significatifs non pris en compte dans cet indicateur sont les suivants : Risque de crédit, Risque de liquidité,.
SFDR⁵	Article 8	Article 8	Article 8

INFORMATION IMPORTANTE

La présente communication a été préparée par Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, sur la base de sources internes et externes au groupe Generali. Bien que ces informations soient considérées comme fiables aux fins du présent document, aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est donnée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou opinions. Les informations, opinions, estimations et projections contenues dans le présent document sont celles en vigueur à la date de publication et ne représentent que l'avis de Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio. Elles ne doivent pas être considérées comme une recommandation, explicite ou implicite, concernant une stratégie d'investissement ou un conseil. Avant de souscrire à une offre de services d'investissement, chaque client potentiel recevra tous les documents prévus par la réglementation en vigueur, qu'il est tenu de lire attentivement avant de prendre toute décision d'investissement. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio peut avoir pris, et peut prendre à l'avenir, des décisions d'investissement pour les portefeuilles sous gestion qui sont contraires aux opinions exprimées ici. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio décline toute responsabilité en cas d'erreurs ou d'omissions et ne saurait être tenue responsable des dommages ou pertes résultant d'une utilisation inappropriée des informations fournies dans le présent document. Toute reproduction, totale ou partielle, du présent document est interdite sans l'accord préalable de Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio. Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio est agréée en tant que société italienne de gestion d'actifs, réglementée par la Banque d'Italie (Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italie - C.M. n. 15376 - LEI : 549300DDG9IDT00X8E20).