Le fleximadaire qui atteint des sommets - publication du 28 juillet 2025

"LA FRANCE DOIT-ELLE PORTER LE BONNET D'ÂNE ?"

- Les rendements des obligations françaises sont parmi les plus élevés de la Zone Euro
- Le risque de dérapage des finances publiques justifie-t-il une telle prime ?
- Il existe plusieurs outils pour évaluer le risque de défaut de paiement
- Les stratégies barbell et les bases négatives pourraient revenir à la mode

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La dette française est en haut d'un triste podium"

	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	15-Year	30-Year	CDS 5Yr
France	2.12%	2.34%	2.70%	2.90%	3.32%	3.74%	4.14%	35
Italy	2.04%	2.25%	2.69%	3.08%	3.49%	3.96%	4.42%	44
Lithuania	2.02%	2.09%	2.65%	2.99%	3.46%	n.a.	4.01%	60
Greece	1.94%	2.17%	2.57%	2.94%	3.32%	3.63%	4.21%	47
Slovakia	2.01%	2.17%	2.45%	2.96%	3.39%	3.87%	4.08%	42
Latvia	1.97%	2.14%	2.74%	2.94%	3.10%	3.40%	n.a.	58
Belgium	1.95%	2.11%	2.48%	2.80%	3.19%	3.66%	4.08%	24
Euro Area	2.05%	2.18%	2.48%	2.71%	2.98%	3.38%	3.90%	19
Croatia	n.a.	n.a.	2.47%	2.77%	3.03%	n.a.	n.a.	73
Spain	1.97%	2.15%	2.45%	2.68%	3.25%	3.71%	4.08%	30
Finland	1.95%	2.13%	2.43%	2.72%	3.03%	3.40%	3.67%	17
Portugal	1.86%	2.03%	2.36%	2.67%	3.07%	3.54%	3.92%	25
Slovenia	1.80%	1.92%	2.34%	2.70%	3.04%	3.43%	3.82%	39
Austria	1.91%	2.03%	2.33%	2.63%	2.97%	3.41%	3.66%	16
Cyprus	1.76%	2.16%	2.31%	2.58%	2.91%	n.a.	n.a.	59
Ireland	1.81%	1.95%	2.30%	2.52%	2.89%	3.32%	3.56%	20
Netherlands	1.88%	2.02%	2.30%	2.54%	2.82%	3.14%	3.31%	11
Germany	1.86%	1.97%	2.22%	2.37%	2.66%	3.00%	3.18%	10

Source: Bloomberg, Altitude IS

ANALYSE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

La France inquiète. Les investisseurs sont de plus en plus nombreux à douter de la capacité du Trésor à rembourser sa dette. La prime qu'ils exigent pour prêter à l'État français vient d'atteindre un des plus hauts niveaux d'Europe. L'Agence France Trésor (AFT) doit offrir entre 2.12% et 4.14% pour financer les déficits publics et pour rouler les anciennes dettes arrivant à maturité. Les investisseurs demandent désormais **une compensation plus élevée pour financer la France que pour l'Italie ou la Grèce** (cf. Graphique de la semaine). C'est du jamais vu depuis 2008 (cf. Fig. 2), date à laquelle les investisseurs ont intégré le fait qu'avoir une monnaie commune ne voulait pas nécessairement dire avoir un risque de défaut commun.

Pour que ces risques convergent réellement, il faudra que les pays se portent garants les uns des autres et, pour cela, que l'Europe se dote d'une union budgétaire. C'est le cas aux États-Unis par exemple, où Washington dispose d'un budget représentant environ un quart de la richesse nationale et de la pleine capacité de lever l'impôt sur l'ensemble des contribuables américains. Le gouvernement fédéral s'appuie sur un important mécanisme de transferts automatiques, qui joue le rôle de stabilisateur. Ainsi, lorsqu'un État plonge en récession, il reçoit davantage qu'il ne verse, sans qu'aucune négociation politique ad hoc n'ait été nécessaire. Et inversement. À la grande différence de la Zone Euro, la dette souveraine américaine n'est émise que par une seule entité, le Trésor fédéral. Elle sert à financer indistinctement la Californie ou l'Alabama. Les cinquante États n'émettent que des obligations municipales, dont une éventuelle défaillance n'impacterait pas la solidité du Trésor.

Fig. 2 – Ecart de rendement France vs Italie

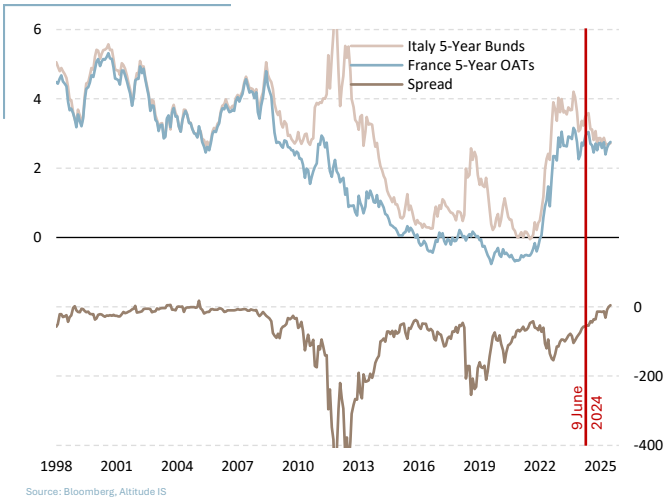
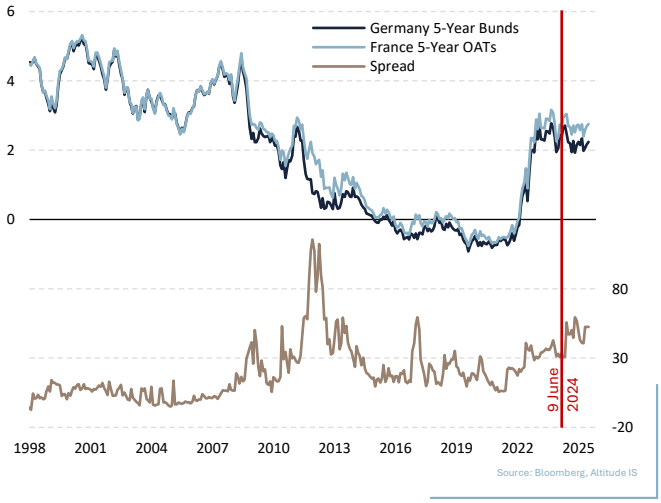


Fig. 3 – Ecart de rendement France vs Allemagne

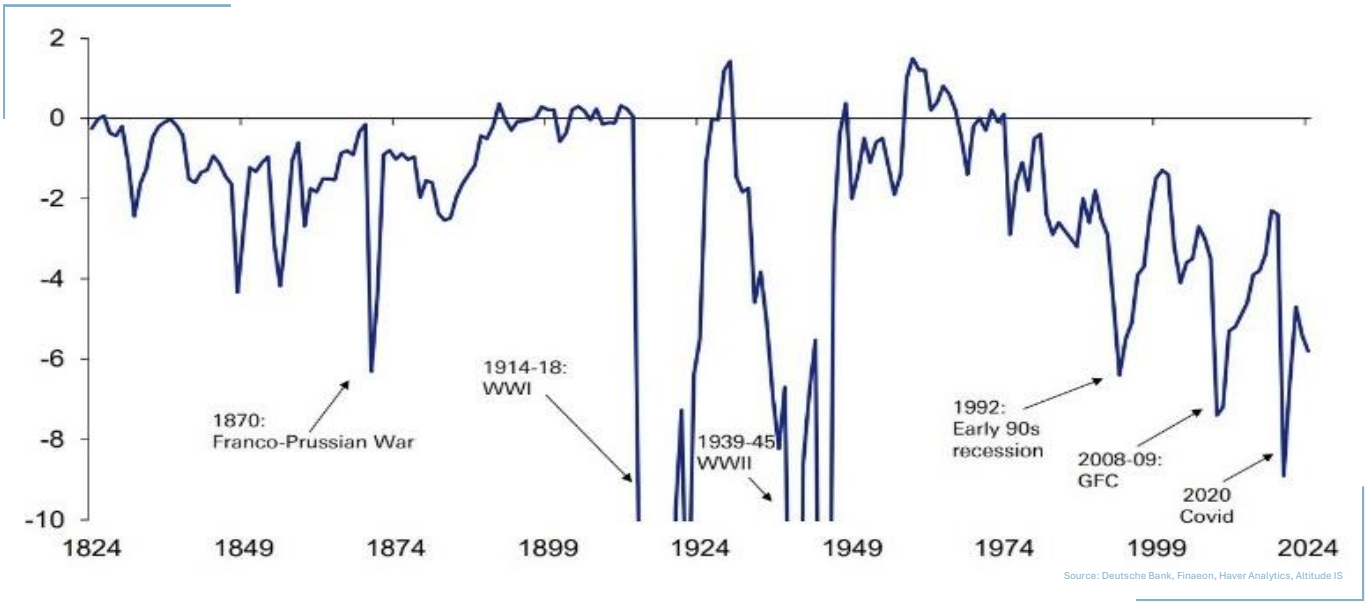


Si la France se trouve sur le triste podium des pays dont le niveau d'endettement est le plus préoccupant, cette information doit toutefois être nuancée. D'une part, la prime demandée par les investisseurs n'a pas atteint son point culminant de 2012. À l'époque, durant la crise de la dette européenne, la situation était "deux fois pire" (cf. Fig. 3). D'autre part, le coût d'une assurance contre un défaut de paiement de la France, le fameux Credit Default Swap (CDS), demeure dans la moyenne de celui des pays de la Zone Euro, à 35 points de base.

Stipuler que les comptes publics de la France ne sont pas rassurants est un doux euphémisme. **L'équilibre budgétaire n'a pas été respecté une seule fois dans l'Hexagone depuis 1975 (cf. Fig. 4) et il l'a rarement été au cours des 200 dernières années !**

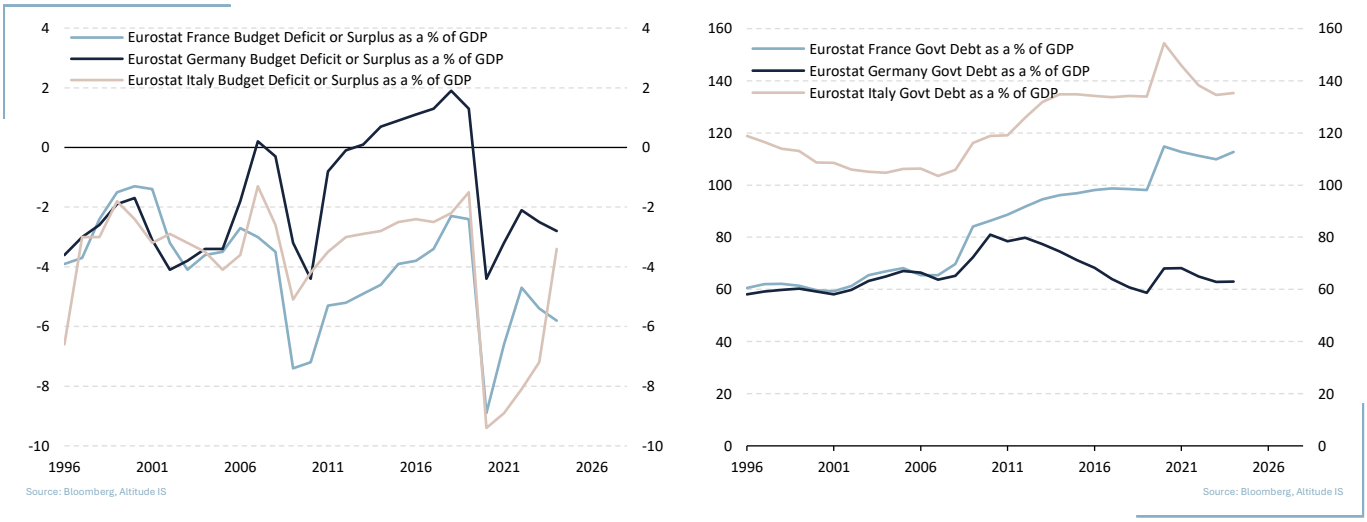
Ce dérapage structurel a eu tendance à s'accentuer au cours des 20 dernières années. **La comparaison avec le maillon fort de l'Europe, l'Allemagne, mais aussi avec l'un des maillons faibles, l'Italie, est doublement au désavantage de la France.** Le déficit budgétaire de l'an dernier n'a pas fait exception à la règle. Il a été deux fois plus élevé dans l'Hexagone que chez ses deux voisins (cf. Fig. 5). C'est donc dans une parfaite logique que le ratio de la dette publique de la France s'est éloigné de celui de l'Allemagne pour s'approcher de celui de l'Italie (cf. Fig. 6).

Fig. 4 –Déficit public de l'Etat français au cours des 200 dernières années



Dans son bureau de l'Hôtel Matignon, le Premier ministre François Bayrou continue de dresser les contours du budget de la France pour l'an prochain. L'équation s'annonce difficile à équilibrer pour un pays où le surendettement n'apparaît pas comme problématique à ses citoyens, et où l'instabilité politique demeure élevée. **La prochaine censure du gouvernement et de nouvelles grèves sont déjà en préparation.** Le stress pourrait donc monter jusqu'à atteindre un point d'inflexion, comme en Grèce en 2012, en Italie ou au Royaume-Uni en 2022. A ce moment-là, le gouvernement n'aura d'autre choix que d'opter pour la sagesse budgétaire, et même pour la rigueur s'il devait avoir recours au soutien de la Banque Centrale Européenne (BCE) pour calmer les marchés financiers. Nous avions détaillé cet aspect dans un précédent article (cf. S&T du 7 octobre 2024).

Fig. 5 & 6 – Déficit & dette publique, en France, Allemagne & Italie

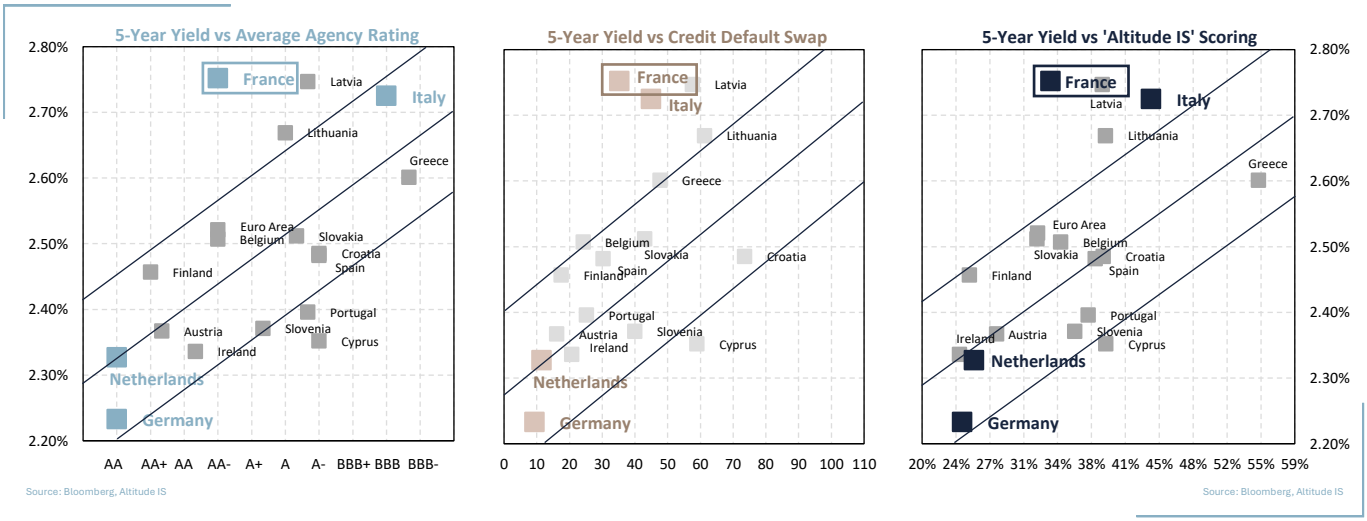


Le risque de voir le prix des Obligations Assimilables au Trésor (OAT) s'effriter existe donc bel et bien, mais il ne serait que temporaire.

<u>Sous cet angle de vue, la prime que délivrent actuellement les obligations françaises semble suffisante pour rémunérer le risque encouru</u>. Il existe plusieurs moyens de constater que cette stratégie pourrait être avantageuse :

- La première est de **comparer le niveau des rendements offerts par les différents pays de la Zone Euro, en fonction de la notation que leur octroient les agences de notation** Standard & Poor's, Moody's et Fitch (cf. Fig. 7). La conclusion est claire : soit la notation de la France doit être dégradée à BBB, soit les rendements des OAT à 5 ans ont la capacité de baisser de 20 points de base (de 2.75% à 2.55%). La Lettonie et la Lituanie sont dans le même cas de figure, quoique de manière moins marquée. On notera toutefois à leur sujet que ces deux pays supportent une prime de risque supplémentaire directement liée à l'augmentation rapide de leurs dépenses militaires et à leur exposition frontalière avec la Russie, ce qui justifie des rendements légèrement supérieurs toutes choses égales par ailleurs.

Fig. 7, 8 & 9 – Rendement des obligations en fonction de leur rating, de leur CDS & du *scoring* de risque



- La deuxième consiste à **croiser le niveau des rendements avec le prix des contrats couvrant le risque de défaut des pays étudiés** (cf. Fig. 8). Cette fois encore, les rendements des obligations souveraines françaises mériteraient d'être 20 à 25 points de base plus bas que le niveau actuel. Dans le cas contraire, la prime permettant de s'assurer contre un événement de crédit de la France semble particulièrement bon marché, 35 points de base contre plus de 90 nécessaires. De manière intéressante, les obligations italiennes ressortent également comme "bon marché". Même si les BTP n'offrent plus de prime particulière par rapport aux OAT, leurs rendements ont certainement été anormalement tirés vers le haut par la hausse des taux français. Certains investisseurs, notamment institutionnels, effectuent des arbitrages entre les obligations de ces deux pays. Par conséquent, si les taux des unes grimpent pour une raison exogène, alors les secondes sont délaissées jusqu'à ce que leurs taux s'ajustent à la hausse.

- La troisième cherche à **comparer le niveau des rendements à une évaluation propriétaire du risque obligataire.** Ce *scoring*, construit à l'aide de treize facteurs, ne représente pas une probabilité de défaut. Il permet de classer les différents pays de la Zone Euro en fonction de la qualité de leur dette. Plus le score est élevé, plus le risque est grand (cf. Fig. 9). La conclusion est très semblable. En excluant la Lettonie et la Lituanie en raison des risques budgétaires et géopolitiques inhérents, la France et, dans une moindre mesure, l'Italie versent des intérêts trop élevés à leurs créanciers.

Les investisseurs obligataires sont convenablement rémunérés pour le risque qu'ils encourent à détenir les différentes obligations souveraines en euros. La hiérarchie des rendements semble cohérente pour la plupart des pays. Ainsi, acheter la dette de la Belgique ou de l'Espagne ne semble pas avoir un intérêt particulier et, moins encore, celle du Portugal ou de la Grèce. En revanche, les BTP italiens et, plus encore, les OAT françaises offrent une prime inhabituelle par rapport à leurs fondamentaux économiques. A l'autre bout du spectre, les très bons élèves sont clairement identifiés par les investisseurs obligataires. L'Allemagne et les Pays-Bas, qui détiennent encore la notation d'excellence "triple A" (cf. S&T du 26 mai 2025), continueront d'attirer les capitaux des investisseurs en quête de grande stabilité.

La stratégie barbell, consiste habituellement à détenir des obligations à court et à long termes, en évitant les obligations à moyen terme, afin de bénéficier à la fois de rendements élevés et d'un risque de taux réduit. **Cette fois-ci, il semble que les spécialistes essaieront de construire un barbell d'un autre genre, avec d'un côté France et Italie et de l'autre, Allemagne et Pays-Bas.** Quant à la maturité, au vu de la forme de la courbe et du positionnement dans le cycle économique, il semble qu'un positionnement à 7 ans soit un bon compromis.

D'autres experts seront certainement tentés d'acheter simultanément une OAT française et son assurance contre un risque de défaut (CDS). Ils pourront ainsi empocher la prime correspondant au différentiel entre le spread de rendement de l'obligation (et du taux sans risque) et le prix du Credit Default Swap. En jargon financier, on parle de bénéficier d'une "base négative". Cette stratégie était très prisée des *hedge funds* et des *traders* pour compte propre, avant la crise de la dette européenne. Telle était notamment la tactique de Boaz Weinstein, le gérant vedette de Deutsche Bank en 2008. Cette stratégie avait presque fini par disparaître lors de la décennie 2010, car elle n'était plus applicable. A cette époque, la politique de taux zéro menée par les banques centrales et la ruée vers les actifs obligataires qui en a découlé avaient fini par provoquer une chute anormale des taux. Le coût pour acheter un contrat d'assurance était devenu supérieur au spread des emprunts d'Etat. On parle alors de "base positive". Tout est désormais rentré dans l'ordre, et l'achat simultané d'une obligation et de son CDS pourrait de nouveau gagner en popularité au cours des prochaines années.

Conclusion :

Les déficits publics à répétition, le manque de volonté pour y remédier et la paralysie politique actuelle ont fini par faire douter les investisseurs de la capacité de la France à honorer ses dettes. Ils n'ont pas tort mais à présent, la prime offerte par l'Agence France Trésor pour placer ses obligations, comparée à celle des autres pays de la Zone Euro, commence à paraître attractive.

RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	941.4	76.48	1.6%	4.4%	13.2%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 376	74.37	1.1%	4.5%	9.0%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	44 821	60.97	0.5%	3.8%	6.1%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	21 108	73.85	0.8%	5.8%	9.5%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	567.8	55.79	0.4%	2.0%	15.9%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9 107	74.70	1.9%	4.4%	14.2%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	11 922	52.96	0.7%	0.5%	7.0%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	41 456	71.20	4.8%	8.0%	6.0%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 267	73.44	2.1%	5.0%	20.1%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	133 567	39.32	-1.3%	-2.4%	11.2%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	57 009	52.56	0.6%	0.8%	18.0%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	81 463	40.83	0.0%	0.5%	6.2%	9.6%	20.3%
China (CSI)	4 127	74.45	3.0%	7.3%	7.5%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	144.6	71.54	2.5%	4.9%	16.7%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	434.4	65.23	2.5%	4.2%	3.8%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	293.9	48.52	0.5%	-0.6%	9.5%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	254.5	57.00	1.2%	2.8%	8.3%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	212.1	69.51	1.9%	3.9%	20.2%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	355.4	59.06	2.8%	2.1%	3.0%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	454.9	76.50	2.1%	5.7%	22.2%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	864.9	70.91	0.3%	6.5%	13.0%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	351.0	66.88	3.5%	5.5%	16.3%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	1 023	67.69	2.4%	1.4%	7.5%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	185.7	61.22	2.1%	2.4%	18.1%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.58%	54.70	0.8%	-0.1%	6.6%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.20%	51.27	0.3%	-0.3%	3.1%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.80%	45.90	0.0%	-0.6%	0.1%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.38%	44.14	-0.2%	-0.8%	-1.1%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.57%	49.81	0.2%	-0.8%	3.0%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.57%	48.64	0.2%	-0.3%	-0.3%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.35%	34.43	-0.4%	-1.1%	-2.3%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.60%	66.35	0.5%	0.9%	5.8%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.10%	56.92	0.3%	0.2%	3.8%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.05%	55.66	0.1%	0.4%	2.2%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.34%	74.54	0.3%	0.8%	4.6%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.02%	78.83	0.4%	1.0%	5.1%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.36%	82.53	0.3%	0.8%	3.6%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.99%	73.33	0.7%	1.3%	6.2%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	503.6	84.33	0.6%	4.2%	14.4%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	660.9	74.27	-0.1%	4.4%	10.4%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	289.6	67.09	0.7%	1.8%	24.4%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	280.3	46.10	-0.7%	-0.2%	16.4%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	236.8	73.31	0.7%	2.6%	4.5%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 676	79.48	n.a.	2.2%	4.1%	11.1%	7.8%
Macro	1 347	64.77	n.a.	1.6%	0.3%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 324	68.12	n.a.	3.7%	5.1%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 780	77.75	n.a.	3.4%	6.2%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 774	77.43	n.a.	1.4%	2.8%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 738	94.11	n.a.	2.5%	5.3%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 718	82.14	n.a.	-0.7%	3.3%	9.8%	7.8%
Credit	1 656	96.71	n.a.	1.2%	3.8%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 688	100.00	n.a.	0.6%	3.7%	10.0%	11.2%
Commodity	1 903	92.33	n.a.	2.1%	6.4%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 280	48.64	n.a.	0.8%	-4.6%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	15.12	39.10	-6.8%	-12.0%	-11.3%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	18.04	47.21	1.7%	-6.0%	4.2%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	571.2	n.a.	1.1%	1.3%	6.5%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 335	n.a.	-0.4%	0.1%	27.1%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	38.60	n.a.	1.1%	6.5%	33.6%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	67.23	n.a.	-0.2%	2.8%	-6.3%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	70.70	n.a.	-0.6%	2.3%	-4.6%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	97.72	47.08	-0.8%	0.0%	-9.9%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1732	57.98	0.9%	0.6%	13.3%	-6.2%	3.1%
JPY	147.61	43.26	0.8%	-1.6%	6.5%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3437	43.08	0.2%	-1.7%	7.4%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6564	54.12	0.8%	0.8%	6.1%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3700	48.11	0.2%	0.2%	5.0%	-7.9%	2.3%
CHF	0.7967	56.32	0.6%	1.0%	13.9%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1674	54.39	0.1%	0.1%	1.8%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.566	63.29	1.0%	2.0%	12.2%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 850.3	60.44	0.5%	0.5%	7.1%	-0.7%	4.8%
XBT	115 197	n.a.	-2.5%	6.8%	22.9%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)

AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après “Altitude IS”). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d’indiquer qu’un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d’investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.