



Marchés obligataires : un choc géopolitique, mais pas un retour à 2022



Rédigé par Philippe TRANCHET, Directeur Adjoint des Investissements .

Le choc géopolitique a bousculé les marchés obligataires sans en altérer les fondations.

Depuis le début du conflit au Moyen-Orient, les marchés obligataires ont été confrontés à un choc classique dans sa mécanique, mais singulier dans son intensité relative : plus d'inflation anticipée, moins de croissance attendue, et donc une réévaluation rapide des trajectoires de taux. Pour autant, ce mouvement ne doit pas être interprété comme le prélude d'un scénario de rupture. Les fondamentaux économiques de départ, notamment aux États-Unis, étaient suffisamment solides pour absorber un choc exogène de cette nature, au moins à ce stade. La question n'est donc pas tant de savoir si le conflit affecte les marchés obligataires – c'est évidemment le cas – que d'évaluer si cette reconfiguration change durablement leur régime. À ce jour, notre lecture est plus nuancée : le choc est réel, mais il ne remet pas encore en cause l'architecture générale du marché.

Le premier canal de transmission a naturellement été celui des matières premières

Le rebond du pétrole, au-delà de 100 dollars, a ravivé les craintes inflationnistes, tandis que certaines tensions sur le gaz et d'autres intrants stratégiques ont rappelé que les effets de second tour restaient possibles. Toutefois, la comparaison avec 2022 doit être maniée avec prudence. En Europe, l'inflation repart d'un point bien plus bas qu'au moment du choc ukrainien, avec une inflation totale revenue sous 2 % avant le conflit et une inflation sous-jacente encore orientée à la baisse. De même, la hausse du gaz européen reste, à ce stade, sans commune mesure avec celle observée en 2022. Autrement dit, le choc actuel est inflationniste, mais il intervient dans un environnement macroéconomique plus désinflationniste, avec des banques centrales déjà revenues sur des niveaux de taux moins accommodants.

C'est précisément ce qui explique la réaction des marchés obligataires : la remontée des rendements a été avant tout un mouvement de taux, beaucoup plus qu'un véritable stress de crédit. Les anticipations

de banques centrales ont été rapidement reconfigurées, en particulier en zone euro, où le marché est passé d'un scénario de baisse de taux à plusieurs hausses anticipées en l'espace de quelques semaines. Cette révision brutale traduit la sensibilité extrême des marchés au risque inflationniste, mais aussi une certaine précipitation. En effet, si le conflit accroît la pression sur les prix, il dégrade aussi les perspectives de croissance, surtout en Europe, ce qui limite mécaniquement la capacité de la BCE à mener un resserrement prolongé. Dans ce cadre, le marché obligataire a probablement intégré très vite, et peut-être trop vite, le scénario le plus restrictif.

Sur le crédit, le signal envoyé par le marché est resté relativement ordonné

Certes, les spreads se sont écartés, mais sans véritable décompression entre les différents segments. Le mouvement a été nettement plus violent sur les taux souverains que sur les primes de crédit, et l'écart de performance entre le high yield et l'investment grade est resté limité. Cela suggère qu'à ce stade, les investisseurs n'anticipent ni rupture de liquidité, ni dégradation brutale des fondamentaux des entreprises. Mieux encore, sur l'investissement grade, les spreads sont revenus vers leur moyenne historique, sortant ainsi d'une zone de valorisation jugée trop tendue quelques semaines plus tôt. Dans le même temps, les rendements redeviennent attractifs par rapport à leurs moyennes passées, sans que l'on observe pour l'instant de vague de dégradations massives de notation.

La distinction géographique reste néanmoins essentielle

Les États-Unis abordent ce choc avec une croissance initialement plus robuste, une meilleure autonomie énergétique et un marché du gaz largement domestique, ce qui leur confère une capacité d'absorption supérieure. La zone euro, en revanche, demeure plus vulnérable, du fait d'une croissance plus faible, d'une dépendance énergétique encore significative et d'un cadre budgétaire plus contraint. Pour les investisseurs obligataires, cela signifie que le risque de mauvaise lecture macroéconomique est plus élevé en Europe : si l'inflation y remonte rapidement, le biais croissance pourrait tout aussi vite reprendre le dessus. C'est précisément cette tension entre inflation importée et fragilité conjoncturelle qui rend la gestion de la sensibilité particulièrement importante dans les mois à venir.

Un autre point de vigilance concerne les poches plus fragiles du crédit mondial, notamment le crédit privé américain

Le conflit n'en est pas la cause directe, mais il agit comme un révélateur dans un environnement déjà plus exigeant en matière de financement. La remontée des coûts de financement, l'incertitude sur la croissance et les tensions de liquidité pourraient accentuer les fragilités de certains segments, en particulier aux États-Unis. Cela plaide, là encore, non pour une remise en cause générale du crédit, mais pour davantage de sélectivité et pour une préférence relative envers les signatures les plus solides, les structures de bilan les plus lisibles et les maturités les mieux calibrées.

En définitive, depuis le début du conflit, les marchés obligataires ont davantage corrigé un excès d'optimisme sur les taux qu'ils n'ont réellement pricé une crise de crédit. C'est une nuance importante. Le nouvel environnement est incontestablement plus volatil, plus sensible aux prix de l'énergie et plus dépendant de la durée du conflit. Mais il offre aussi, en contrepartie, des points d'entrée redevenus plus intéressants sur plusieurs segments obligataires, en particulier là où la hausse des rendements a devancé la dégradation réelle des fondamentaux. Dans un cadre qui n'est pas celui de 2022, l'obligataire retrouve donc un rôle central dans les allocations : non plus seulement comme amortisseur, mais aussi comme source de portage redevenue crédible, à condition de conserver une approche agile, sélective et disciplinée sur la sensibilité comme sur le crédit.

Achevé de rédiger le 08/04/2026

