

Les agences de rating ne se projettent pas à long terme

Nous illustrons notre propos par le cas du rating des quatre plus grands pays de la zone euro. L'Allemagne a un rating de AAA pour toutes les agences de rating, la France a un rating compris entre AA- et A+, l'Espagne a un rating compris entre A et A+, l'Italie de BBB+. Nous pensons que, si les agences de rating se projetaient à long terme, elles noteraient nettement moins bien l'Allemagne et la France, elles noteraient mieux l'Espagne.

Le rating doit normalement résulter du taux d'endettement public et de son évolution prévue ; c'est-à-dire :

- de l'écart entre le taux d'intérêt à long terme et la croissance nominale à long terme ;
- de la situation politique et de son effet sur la politique budgétaire ;
- de la croissance de long terme et de ses déterminants.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

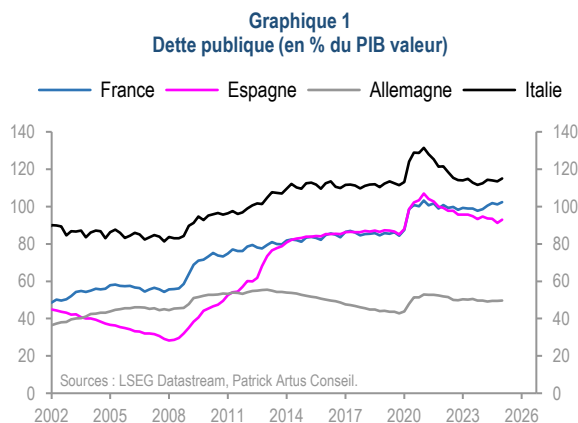
📺 Patrick Artus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Une hiérarchie claire du rating d'agence des grands pays de la zone euro

Les agences de rating notent aujourd'hui **AAA l'Allemagne, entre AA- et A+ la France, A ou A+ l'Espagne et BBB+ l'Italie**. La solidité financière va donc, d'après les agences de rating, en décroissance quand on passe de l'Allemagne à la France puis à l'Espagne et enfin à l'Italie.

Nous pensons que ce **jugement des agences est trop statique**, reflète essentiellement la situation présente du taux d'endettement public (**Graphique 1**), et pas assez les perspectives économiques et budgétaires.



De quels facteurs devraient dépendre le rating d'agence ?

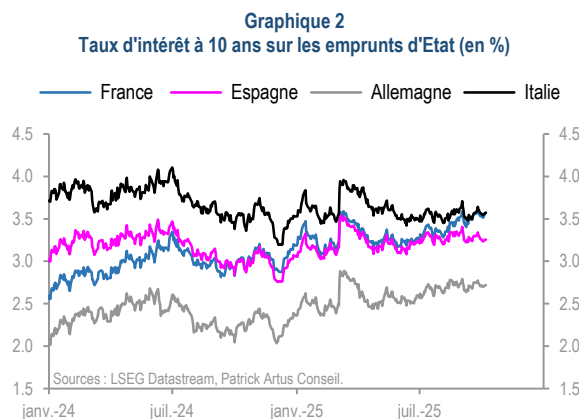
Le rating d'agence devrait dépendre du niveau et de l'évolution prévue du taux d'endettement public (Graphique 1), c'est-à-dire aussi :

- de l'écart entre **le taux d'intérêt à long terme** et la croissance nominale de long terme ;
- de la **situation politique** et de son effet sur la politique budgétaire ;
- de **la croissance de long terme** et de ses déterminants.

Ecart entre le taux d'intérêt à long terme et la croissance nominale de long terme

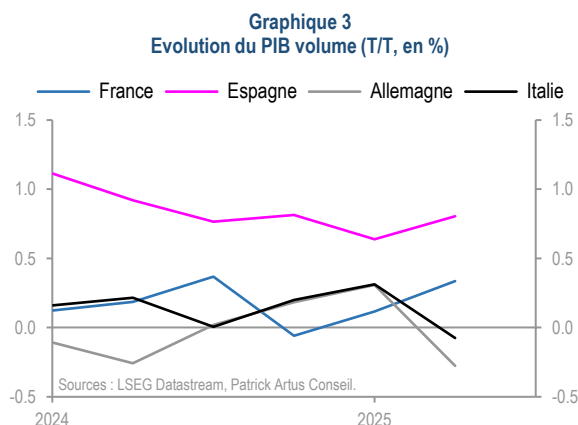
Le **taux d'intérêt à long terme à 10 ans** est aujourd'hui (**Graphique 2**) :

- de 2,7% en Allemagne ;
- de 3,5% en France ;
- de 3,25% en Espagne ;
- légèrement supérieur à 3,5% en Italie.

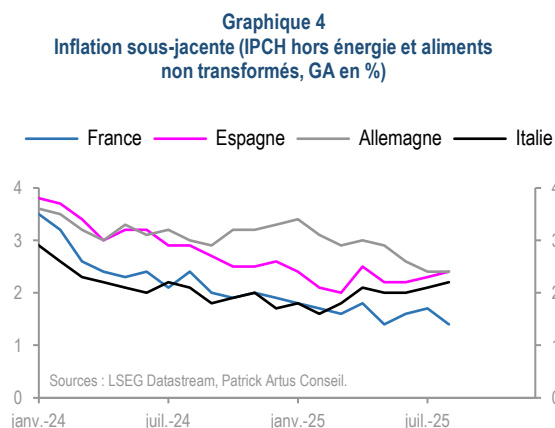


La croissance en volume au premier semestre 2025 annualisée (Graphique 3) est de :

- 0% en Allemagne ;
- 0,8% en France ;
- 2,6% en Espagne ;
- 0,4% en Italie.



Enfin, l'inflation sous-jacente (hors énergie et aliments non transformés, Graphique 4) est en août 2025 de 2,4% en Allemagne, de 1,4% en France, de 2,2% en Italie et de 2,4% en Espagne.



On voit que l'écart entre le taux d'intérêt à long terme et la croissance nominale à long terme (la croissance à long terme est probablement proche de celle observée au premier semestre 2025) est :

- proche de 0% en Allemagne ;
- de 1,3% en France ;
- de 0,9% en Italie ;
- de -1,75% en Espagne (la croissance est supérieure au taux d'intérêt à long terme).

Cet écart a donc l'effet :

- d'accroître spontanément le taux d'endettement public en France et en Italie (de 1,7 point de PIB par an en France, de 1,4 point de PIB par an en Italie) ;
- de réduire spontanément le taux d'endettement public en Espagne (de 1,7 point de PIB par an).

Situation politique et politique budgétaire

En Allemagne, le chancelier Friedrich Merz et la coalition SPD-CDU ont une majorité claire au Bundestag ; le gouvernement allemand a décidé de mettre en place un plan d'investissement dans les infrastructures et de hausse des dépenses militaires, qui va amener, **d'ici 2027, l'apparition d'un déficit public de près de 4% du PIB** (le déficit public était de 2,8% du PIB en 2024). Le déficit public primaire (hors paiement d'intérêts de la dette publique) était en 2024 de 2,3% du PIB, **le taux d'endettement public de l'Allemagne va augmenter continûment**.

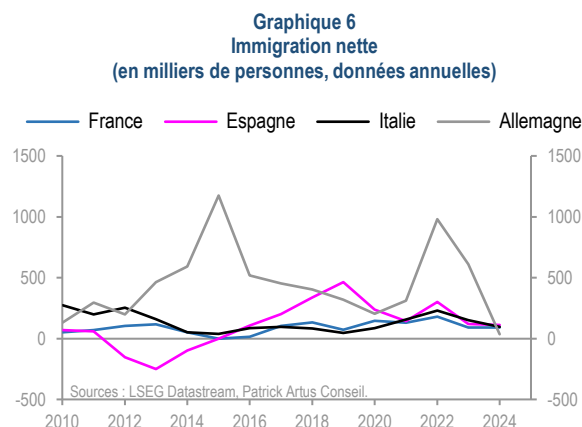
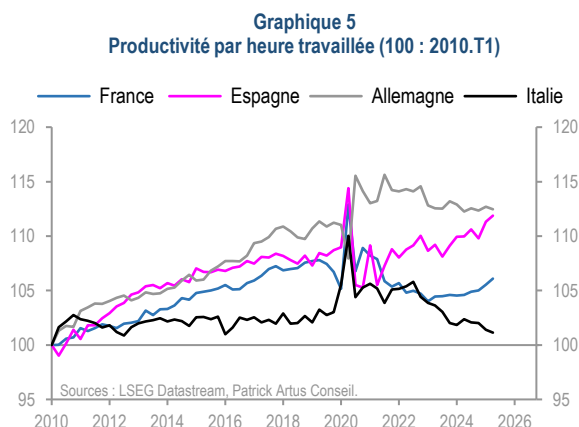
En France, l'instabilité politique est grande. Il est très probable que le déficit public (5,8% du PIB en 2024, 5,4% du PIB en 2025) va rester probablement proche de 5% du PIB en 2026. Le déficit public primaire est en 2025 de 3,2% du PIB, **et pour stabiliser le taux d'endettement public un excédent primaire de 1,7% du PIB serait requis. On va donc voir une hausse rapide du taux d'endettement public en France**.

L'Italie a un excédent budgétaire primaire, et il est prévu qu'il atteigne 1,1% du PIB en 2026. Le taux d'endettement public va donc être à peu près stable.

Le déficit public prévu de l'Espagne est de 2,8% du PIB en 2025, et le déficit public primaire de 0,4 point de PIB. Compte tenu de ce que le taux d'intérêt à long terme est nettement inférieur au taux de croissance, cela conduit à **une baisse continue du taux d'endettement public**.

Croissance de long terme

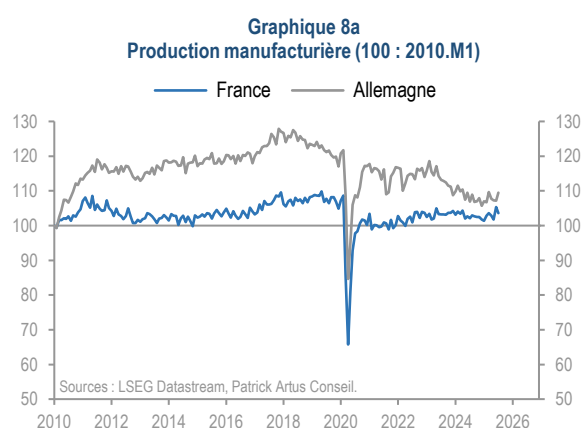
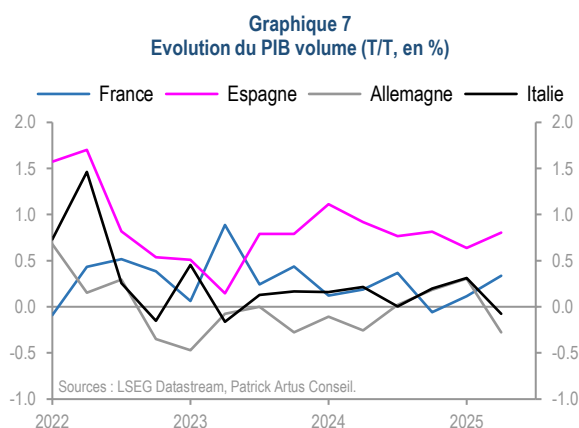
La croissance de long terme dépend d'abord des gains de productivité (Graphique 5) et de l'immigration (Graphique 6).

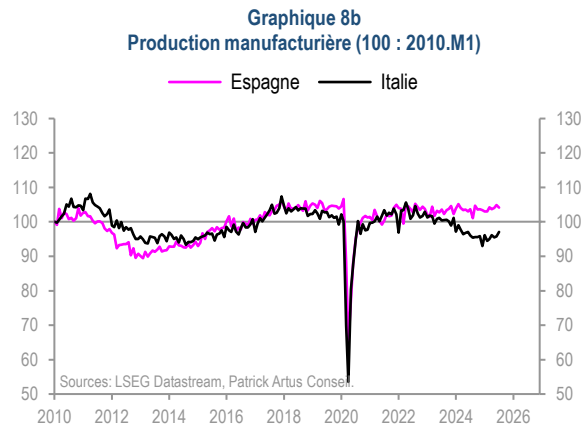


On voit que **la productivité a reculé** depuis la fin des années 2010 en Allemagne, en France et en Italie.

L'immigration, compte tenu du poids de l'opinion, va certainement reculer en Allemagne et en France.

On peut regarder aussi **la croissance récente du PIB en volume** (Graphique 7) et celle de **la production industrielle** (Graphiques 8a/b).





On voit :

- un recul du PIB et de la production manufacturière depuis 2023 en Allemagne ;
- une progression lente du PIB en France et en Italie ; en France une stagnation de la production manufacturière et en Italie un recul de la production manufacturière ;
- une progression rapide du PIB et une progression lente de la production manufacturière en Espagne.

Synthèse : une situation difficile en Allemagne et en France, une situation un peu plus favorable en Italie, beaucoup plus favorable en Espagne

Quand on examine l'écart entre le taux d'intérêt à long terme et le taux de croissance, ainsi que l'évolution du déficit public primaire, on voit que **le taux d'endettement public va** :

- augmenter très rapidement en France ;
- augmenter en Allemagne ;
- être stable en Italie ;
- et diminuer en Espagne.

Quand on examine **les gains de productivité, les perspectives pour l'immigration**, on voit que la croissance potentielle va être très faible en Allemagne et en France, un peu plus forte en Italie, nettement plus forte en Espagne.

Enfin, quand on regarde **les évolutions récentes du PIB et de la production manufacturière**, on voit des évolutions très négatives en Allemagne, plutôt négatives en France et en Italie, et assez positives en Espagne.

Au total, si le rating d'agence incorporait ces diverses observations, il serait beaucoup plus défavorable à l'Allemagne et à la France ; il serait à peu près inchangé dans le cas de l'Italie, et il serait beaucoup plus favorable pour l'Espagne.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.