

Flash Economie

N° 15
6 février 2026

Le court-termisme des acheteurs de dette publique française ou italienne

A la fin du mois de janvier 2026, l'écart de taux d'intérêt à 10 ans entre la France et l'Allemagne et celui entre l'Italie et l'Allemagne se sont brutalement resserrés. Pourtant, les perspectives économiques pour la France et l'Italie ne sont pas favorables :

- en France, le déficit public ne se réduit que faiblement en 2026, avec des hausses des prestations sociales et des hausses des impôts des entreprises qui perpétuent le sous-investissement, ce que les investisseurs ne devraient pas approuver ; les perspectives de croissance, aussi bien dans l'industrie que dans les services sont très défavorables ; les compétences de la population et la qualité du système éducatif sont très faibles ; le risque politique est élevé ;
- en Italie, si le déficit public passe au-dessous de 3% du PIB en 2026, la croissance particulièrement de l'industrie manufacturière est très faible ; le taux d'investissement est bas ; la productivité recule ; les compétences de la population et des jeunes sont basses ; la démographie est très défavorable ; l'effort de Recherche-Développement est très réduit.

L'optimisme des investisseurs en dette publique au sujet des perspectives économiques de la France et de l'Italie est donc difficile à comprendre ; ces investisseurs, particulièrement dans le cas de la France ont surréagi à l'absence de crise politique à court terme.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

𝕏 @PatrickArtus

LinkedIn Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

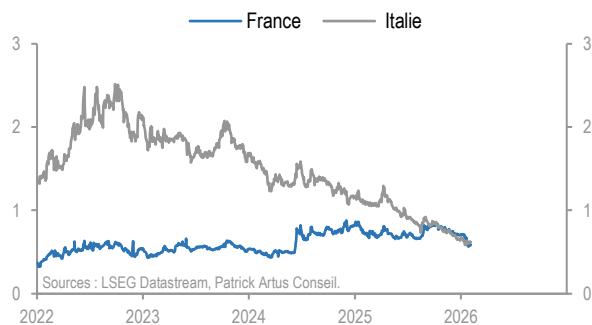
isabelle.gravet-ext@ossiam.com

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.

Resserrement important fin janvier 2026 de l'écart de taux d'intérêt entre la France et l'Allemagne, l'Italie et l'Allemagne

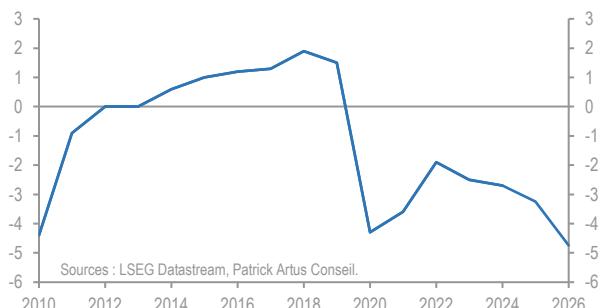
A partir de la mi-janvier 2026, le spread entre le taux à 10 ans (sur les obligations des Trésors) de la France et de l'Allemagne s'est beaucoup resserré, le spread entre le taux à 10 ans de l'Italie et de l'Allemagne s'est sensiblement resserré (Graphique 1).

Graphique 1
Ecart de taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans
avec l'Allemagne (en points de %)

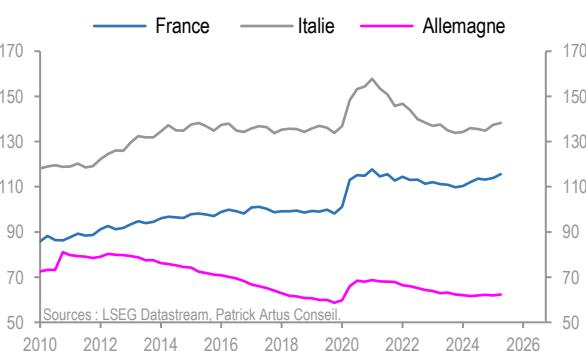


Certes, les finances publiques de l'Allemagne se détériorent avec le plan de relance décidé par le gouvernement de Friedrich Merz (Graphique 2), mais le taux d'endettement public de l'Allemagne va rester nettement plus faible que celui de la France ou de l'Italie (Graphique 3) et de plus la hausse du déficit public n'a pas été annoncée en janvier 2026, mais bien avant.

Graphique 2
Allemagne : excédent ou déficit public
(en % du PIB valeur)



Graphique 3
Dette publique (en % du PIB valeur)



Nous pensons que les situations économiques fondamentales de la France et de l'Italie ne justifient pas ce resserrement des écarts de taux d'intérêt à long terme vis-à-vis de l'Allemagne.

France : la croissance va être étouffée

Le déficit public de la France va rester à 5% du PIB en 2026 (Graphique 4), mais surtout les décisions budgétaires et fiscales prises risquent d'étouffer la croissance. En effet, il a été décidé :

Graphique 4
France : déficit public (en % du PIB valeur)



- de geler la réforme des retraites, ce qui contribuera à arrêter la progression du taux d'emploi (Graphique 5) ;

Graphique 5
France : taux d'emploi des 15-64 ans (en %)



- d'indexer les retraites sur l'inflation, et d'autoriser les dépenses de santé à augmenter de 3% ;
- d'augmenter de 8 milliards d'euros les impôts sur les bénéfices des entreprises et d'annuler les baisses des impôts de production (de la CVAE).

Les décisions de politique économique vont **perpétuer le sous-investissement** (Graphique 6), ce qui réduira les perspectives de croissance aussi bien dans l'industrie que dans les services (le PMI manufacturier de janvier 2026 est de 51,0, le PMI des services est de 47,9, ce qui au total est compatible avec un recul de l'activité).

Graphique 6
Investissement des entreprises
(valeur, en % du PIB valeur)

— France — Italie — Etats-Unis



De plus, en France, les compétences de la population active sont faibles (Tableau 1), ainsi que la qualité du système éducatif (Tableau 2), ce qui ne favorise pas une progression rapide de l'activité.

Tableau 1 : résultats à l'enquête PIAAC de l'OCDE (score global, par score décroissant de l'enquête de 2023*)

Pays	2016	2023
Finlande	285	289
Japon	292	285
Suède	279	281
Allemagne	271	267
Angleterre (RU)	267	266
France	258	253
Espagne	249	246
Italie	249	240

* En 2016 score moyen en numéritatie et littératie

Source : OCDE

Tableau 2 : Résultats aux enquêtes PISA de l'OCDE (score global, par score décroissant de l'enquête de 2022)

Country	2018	2022
Japon	520	533
Finlande	516	495
Royaume-Uni	503	494
Danemark	501	491
Suède	503	487
Allemagne	500	482
Pays-Bas	502	480
France	494	478
Italie	477	477

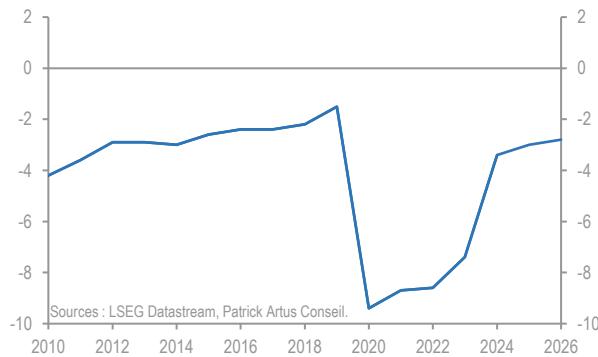
Source : OCDE

Au total, avec le choix fait de privilégier le soutien des revenus des ménages et la consommation au détriment de l'investissement, il est difficile d'être optimiste en ce qui concerne les perspectives pour l'économie française.

Italie : de multiples handicaps structurels

L'Italie maîtrise maintenant ses finances publiques (Graphique 7).

Graphique 7
Italie : déficit public (en % du PIB valeur)



Cependant, l'Italie est handicapée par de multiples problèmes structurels :

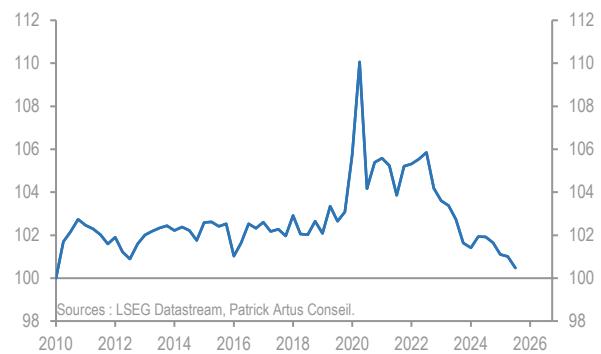
- recul de la production manufacturière (Graphique 8), avec un PMI manufacturier en janvier 2026 de 48,1, bien en dessous du seuil de 50, au-dessus duquel il y a expansion ;

Graphique 8
Italie : production manufacturière (100 : 2010.M1)



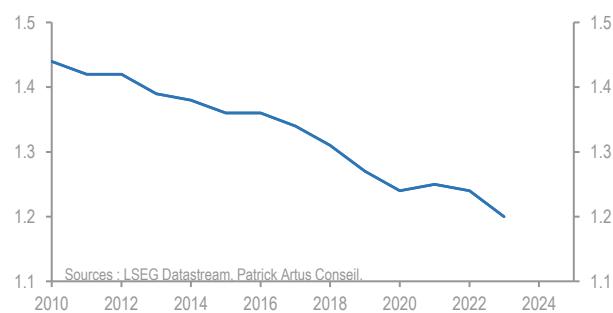
- **recul de la productivité du travail depuis la mi-2022, (Graphique 9) ;**

Graphique 9
Italie : productivité horaire (100 : 2010.T1)

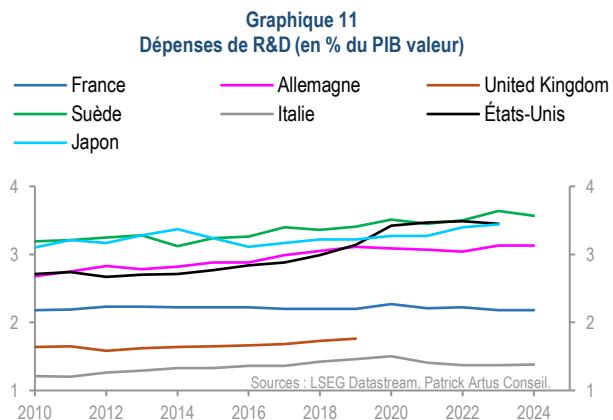


- **faiblesse du taux d'investissement (Graphique 6 plus haut) ;**
- **compétences de la population adulte et des jeunes très faibles** (Tableaux 1 et 2 plus haut) ;
- **démographie défavorable (Graphique 10) ;**

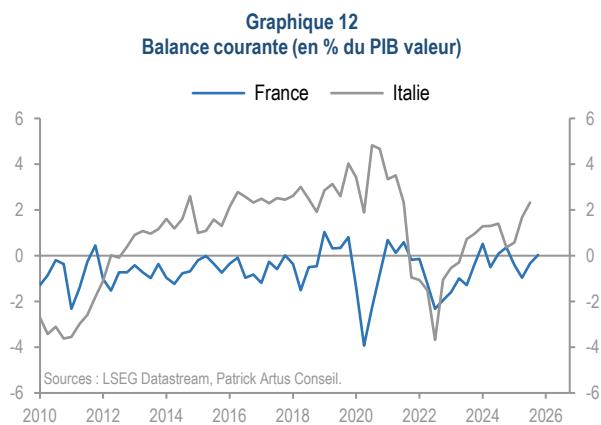
Graphique 10
Italie : taux de fécondité
(nombre de naissances par femme)



- **insuffisance de l'effort de Recherche-Développement (Graphique 11).**



Le fait que l'Italie fait baisser son déficit public en dessous de 3% du PIB et qu'elle dégage un excédent extérieur important (**Graphique 12**) ne doit pas faire oublier la faiblesse de l'industrie, de l'investissement, de la productivité, des compétences, des dépenses de Recherche-Développement, de la natalité.



Synthèse : les investisseurs ont un horizon court

Les investisseurs ont nettement amélioré en janvier 2026 leur perception de la France et de l'Italie. La stabilité politique (à court terme, pas à long terme particulièrement en France), la légère réduction du déficit public, ont amené une demande accrue pour les titres publics français et italiens, un resserrement des spreads de taux d'intérêt de la France et de l'Italie vis-à-vis de l'Allemagne.

Mais il faut voir :

- en France, la préférence pour la consommation par rapport à l'investissement, la faiblesse des perspectives de croissance, le faible niveau des compétences des jeunes et des adultes ;
- en Italie : le recul de l'industrie et de la productivité, la faiblesse de l'investissement, celle des compétences, l'insuffisance de l'effort de R&D, le vieillissement démographique accéléré.

L'optimisme des investisseurs en obligations souveraines quant aux perspectives pour la France et pour l'Italie paraît donc difficile à comprendre.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément 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 susceptible 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.