Flash Economie

N° 33
28 mars 2025

La réaction différente des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro

Le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique des Etats-Unis a baissé de 4,80% au milieu du mois de janvier 2025 à 4,37% le 27 mars 2025. Cette baisse des taux d'intérêt à long terme est une réaction à l'affaiblissement de la croissance prévue et à la hausse de la perception du risque, alors même que l'inflation reste forte et pourrait être accrue par la mise en place de droits de douane, et que le déficit public des Etats-Unis est très élevé. C'est donc la réaction au recul anticipé de la croissance qui a dominé l'évolution des taux d'intérêt à long terme des Etats-Unis.

Le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique de l'Allemagne a au contraire fortement augmenté de la fin du mois de février 2025 (où il était de 2,36%) à 2,77% le 27 mars 2025. Les autres taux d'intérêt des pays de la zone euro ont monté parallèlement, les spreads de taux d'intérêt avec l'Allemagne étant restés stables.

Dans la zone euro, la BCE prévoit toujours une inflation proche de 2% à la fin de l'année 2025 et la croissance est faible. La hausse des taux d'intérêt à long terme est liée essentiellement à l'évolution des règles de la politique budgétaire : hausse des dépenses militaires non prise en compte dans le calcul du déficit public au sens de Maastricht, investissement massif en infrastructures en Allemagne. C'est donc la réaction à la hausse du déficit public futur qui domine l'évolution des taux d'intérêt à long terme de la zone euro. La détermination des taux d'intérêt à long terme est donc dans la période récente très différente aux Etats-Unis et dans la zone euro.

Puisque la réaction (à la baisse) des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis ne prend en compte, ni l'inflation, ni le déficit public, et puisque la réaction (à la hausse) des taux d'intérêt à long terme de la zone euro ne prend pas en compte la faiblesse de la croissance, on peut penser que ces réactions sont trop fortes et vont se corriger.

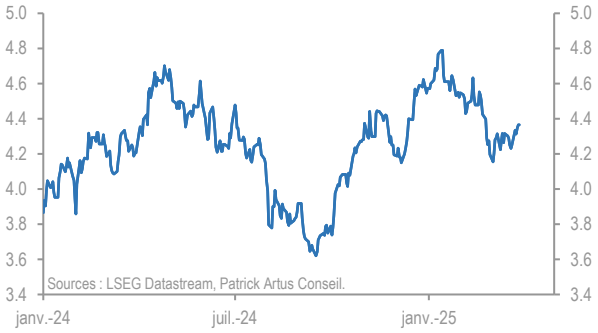
Patrick Artus
Conseiller économique senior
patrick.artus-ext@ossiam.com
@PatrickArtus
Patrick Artus

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.

Aux Etats-Unis, ce sont la croissance prévue et la perception du risque qui dominent l'évolution des taux d'intérêt à long terme

Le taux d'intérêt à long terme des Etats-Unis a beaucoup reculé depuis le milieu du mois de janvier 2025, de 4,80% à 4,37% aujourd'hui (**Graphique 1**).

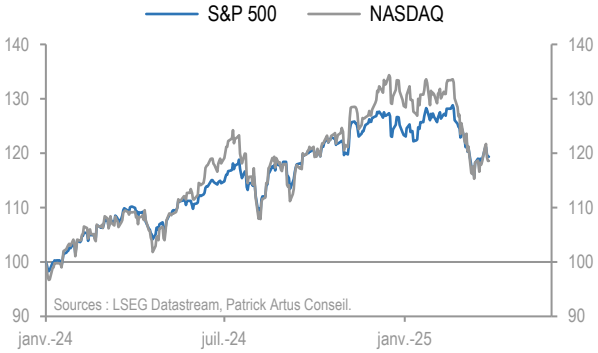
Graphique 1
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Cette baisse du taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis est une réaction :

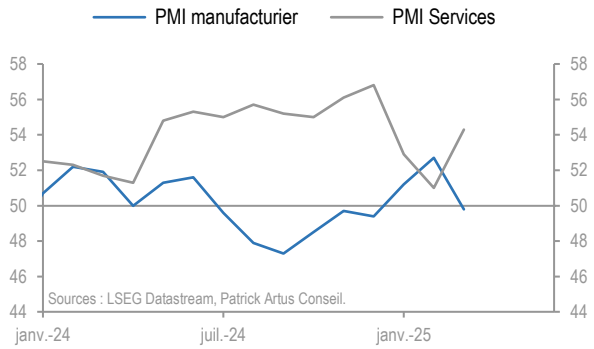
- **à la hausse de la perception du risque**, qui explique aussi le recul du marché des actions américaines (**Graphique 2**) ;

Graphique 2
Etats-Unis : indices boursiers (100 : 01.01.2024)

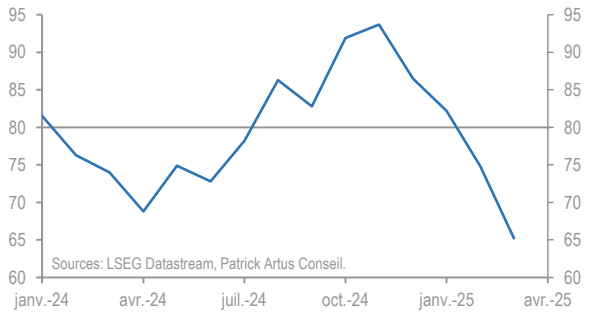


- **à la perspective d'un recul de la croissance**, qui se voit au recul des PMI des services et du secteur manufacturier (**Graphique 3**) et à celui, qui est brutal, de l'indice des anticipations de la confiance des consommateurs (Expectations index) mesuré par le Conference Board (**Graphique 4**) ;

Graphique 3
Etats-Unis : PMI manufacturier et PMI services (indices)

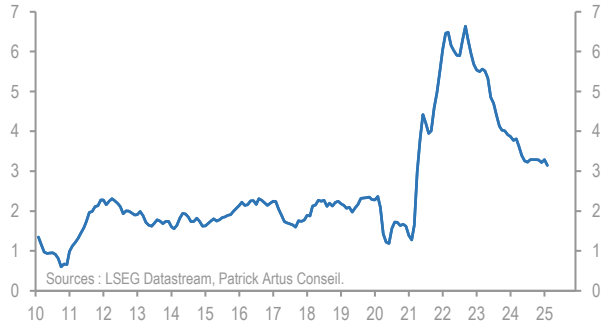


Graphique 4
Etats-Unis : confiance des ménages sur la situation économique dans 6 mois (Conference Board, 100 : 1985)

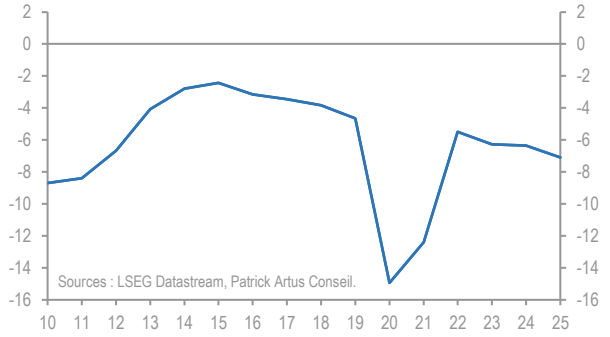


Pourtant, **l'inflation sous-jacente reste forte** (**Graphique 5**), et le déficit public est élevé (**Graphique 6**) ; il est attendu au moins à 7% du PIB sur l'année fiscale 2025, si on extrapole les chiffres du 4ème trimestre 2024 et du 1er trimestre 2025.

Graphique 5
Etats-Unis : inflation sous-jacente
(IPC hors énergie et alimentation, GA en %)

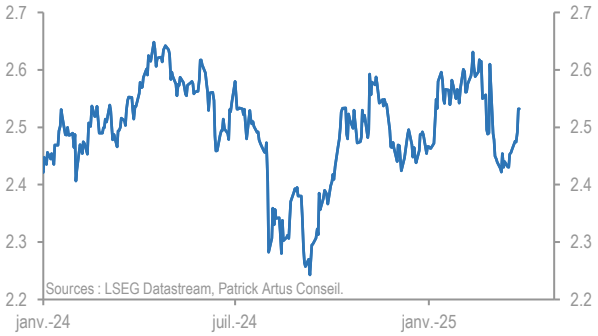


Graphique 6
Etats-Unis : déficit budgétaire (en % du PIB valeur)



Mais c'est l'affaiblissement de la croissance, et la hausse induite de la perception du risque, qui dominent dans la période récente la formation des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis. On voit également que l'inflation anticipée à long terme (mesurée par les swaps d'inflation à 10 ans) a aussi reculé depuis la fin de 2024 (**Graphique 7**).

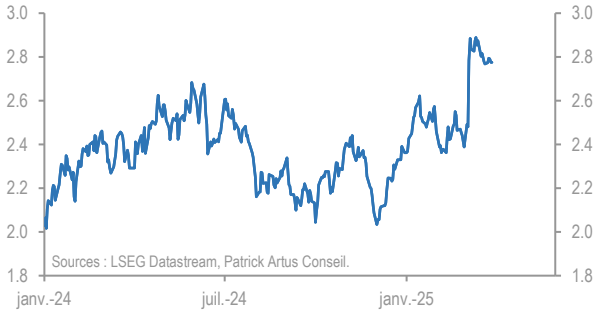
Graphique 7
Etats-Unis : swaps d'inflation à 10 ans (en %)



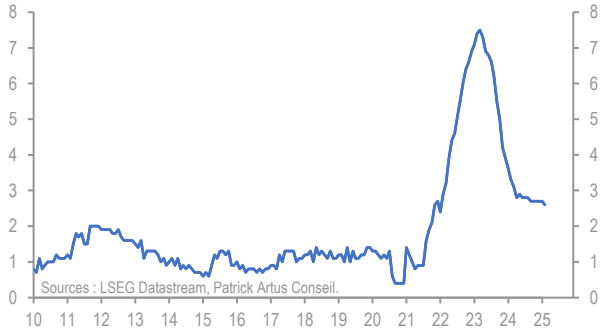
Dans la zone euro, c'est le déficit public qui domine l'évolution des taux d'intérêt à long terme

Le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique de l'Allemagne a beaucoup augmenté, de 2,3% à la fin du mois de février 2025 à 2,77% aujourd'hui (**Graphique 8**). Cette forte hausse du taux d'intérêt à long terme n'est pas due à des surprises concernant l'inflation (**Graphique 9**), ni à de bonnes nouvelles concernant la croissance (**Graphique 10**).

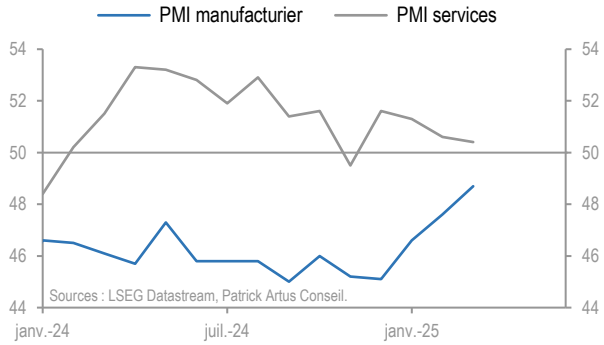
Graphique 8
Allemagne : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 9
Zone euro : inflation sous-jacente (IPCH hors énergie et aliments non transformés, GA en %)



Graphique 10
Zone euro : PMI manufacturier et PMI services (indices)

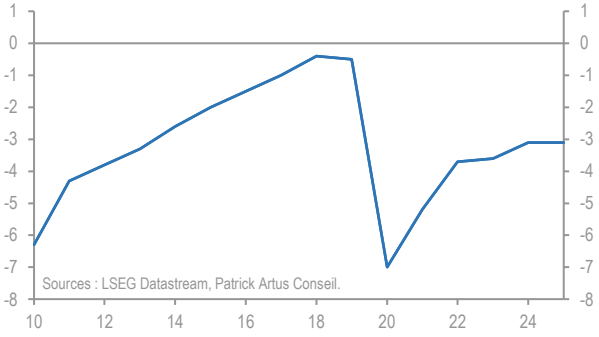


Elle est due à la révision de la politique budgétaire de la zone euro. Les pays de la zone euro ont collectivement décidé **d'accroître leurs dépenses militaires** (en dehors des pays baltes, de la Grèce et de la Finlande, qui sont faibles : 2,1% du PIB en 2024 en Allemagne, en France et aux Pays Bas, 1,6% du PIB en Italie, 1,3% du PIB en Espagne), et la Commission européenne a autorisé les pays à ce que cette hausse des dépenses militaires ne soit pas prise en compte dans le calcul de leur déficit public autorisé (inférieur à 3% du PIB).

L'Allemagne a décidé de mettre en place un important plan d'investissement dans les infrastructures (transports, énergie), de 500 milliards d'euros sur 10 ans.

L'annonce d'une hausse du déficit public moyen de la zone euro (Graphique 11) en particulier l'annonce de l'abandon par l'Allemagne du frein à la dette (Schuldenbremse) sont la cause essentielle de la hausse des taux d'intérêt à long terme de la zone euro.

Graphique 11
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



Synthèse : une très grande différence dans la réponse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro

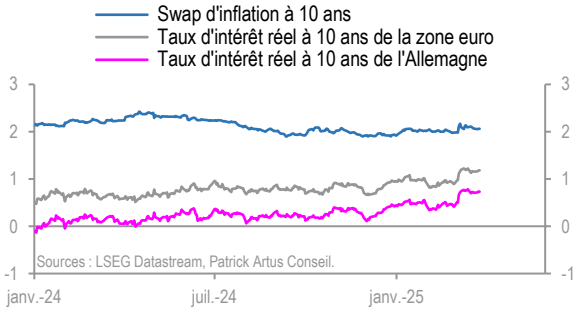
Depuis la fin de 2024, les taux d'intérêt à long terme ont réagi :

- essentiellement au ralentissement anticipé de la croissance aux Etats-Unis ;
- essentiellement à la hausse du déficit public attendu dans le futur dans la zone euro ;

Cette asymétrie dans les déterminants des taux d'intérêt à long terme est étonnante, d'autant que le déficit public et l'inflation sont élevés aux Etats-Unis, et que la croissance est faible dans la zone euro. **Cela suggère que cette réaction des taux d'intérêt à long terme (à la baisse aux Etats-Unis, à la hausse dans la zone euro) est trop forte et va se corriger**.

A la différence des Etats-Unis, on observe dans la zone euro une stabilité de l'inflation anticipée à long terme (mesurée par les swaps d'inflation à 10 ans), **et ce sont les taux d'intérêt réels à long terme qui augmentent** (**Graphique 12**).

Graphique 12
Zone euro : swap d'inflation à 10 ans et taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat (déflaté par le swap d'inflation, en %)



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 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.