

Les marchés obligataires ont surréagi au risque de récession aux Etats-Unis, et au risque de déficit public dans la zone euro

La baisse récente des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis (de 4,80% le 14 janvier 2025 à 4,19% le 7 avril 2025) est liée à l'anticipation que les Etats-Unis pourraient rentrer en récession. Mais si la plupart des indicateurs avancés de l'activité montrent une croissance plus faible aux Etats-Unis en 2025 qu'en 2024, ils ne montrent pas pour l'instant une récession. Par ailleurs, l'inflation reste assez forte et le déficit public est très élevé : nous anticipons donc une correction à la hausse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis par rapport à leur point bas de début avril 2025 (4,00%).

Dans la zone euro, la hausse récente des taux d'intérêt à long terme (pour le taux à 10 ans de l'Allemagne de 2,08% à la fin du mois de novembre 2024, à 2,37% au début de février 2025 et à 2,64% le 7 avril 2025) est liée à la perspective d'un déficit public en hausse, essentiellement en raison de la hausse des dépenses militaires. En 2024, l'Allemagne a dépensé 2,1% du PIB pour sa défense, la France 2% du PIB, l'Italie 1,5% du PIB et l'Espagne 1,3% du PIB. L'Allemagne a eu 2,5% du PIB de déficit public en 2024, la France 5,8% du PIB, l'Italie 3,4% du PIB, l'Espagne 3% du PIB. Les nouvelles règles budgétaires autorisent l'Allemagne à avoir 1,5 points de PIB de déficit public, s'il est dû aux dépenses militaires, au-dessus du déficit autorisé (par le frein à la dette) de 0,35% du PIB. La France doit continuer à réduire son déficit public (objectif pour 2025, 5,4% de PIB) ; l'Espagne prévoit d'augmenter nettement ses dépenses militaires (de 1,3% du PIB en 2024 à 2% du PIB avant 2029) ; l'Italie a un objectif de porter ses dépenses militaires à 2% du PIB en 2028, mais tout indique que cet objectif sera manqué. Au total, le déficit public de la zone euro ne sera que très légèrement impacté par les nouvelles règles budgétaires concernant les dépenses militaires. Par ailleurs, la BCE va continuer à baisser ses taux d'intérêt et la croissance va rester faible : une correction à la baisse des taux d'intérêt à long terme de l'Allemagne (et de la zone euro) par rapport au point haut de 2,89% à la mi-mars 2025 (le 12 mars) et très probable.

Après l'annonce par Donald Trump de l'instauration de droits de douane, un mouvement de correction à la baisse de l'ensemble des taux d'intérêt à long terme a été observé. Il reste que le risque de récession aux Etats-Unis et le risque de déficit public en Europe sont toujours exagérément valorisés par les marchés obligataires.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✉ @PatrickArtus

📄 Patrick Artus

Aux Etats-Unis, une baisse exagérée des taux d'intérêt à long terme

Le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique a baissé de 4,80% le 14 janvier 2025 à 4,16% le 3 mars 2025, depuis, il a un peu remonté (4,32% le 9 mars 2025) puis a rechuté après l'annonce des droits de douane par Donald Trump (4,00 % le 4 avril 2025), et a remonté à 4.19% le 7 avril 2025, [Graphique 1](#).

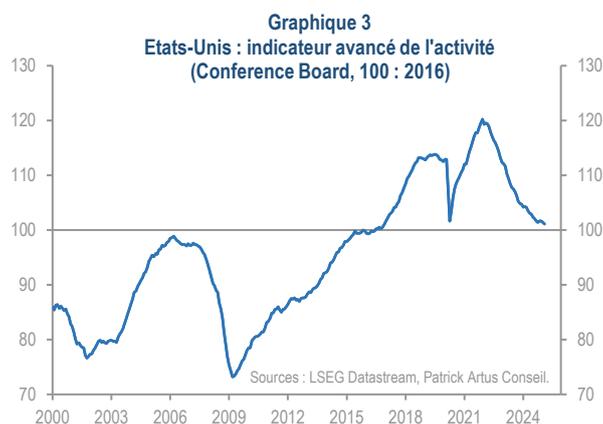


Cette baisse du taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis est due à **l'anticipation que les politiques menées par l'administration Trump** (droits de douane, expulsions d'immigrés, réduction des moyens des agences fédérales et des universités) **vont faire plonger les Etats-Unis en récession**. Certes, la confiance des consommateurs et son indice des anticipations (Expectation Index) mesurés par le Conference Board ont reculé ([Graphique 2](#)).



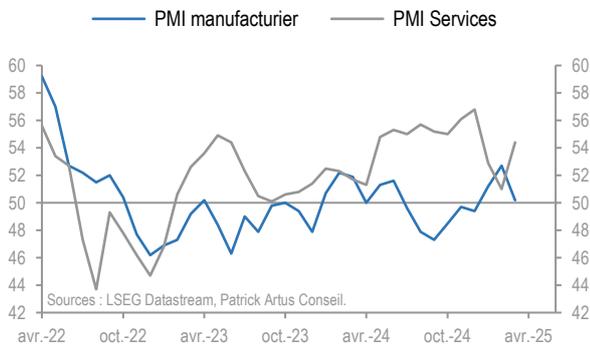
Mais on voit :

- **que l'indice avancé de l'activité** (leading indicator) **du Conference Board**, certes est inférieur à son niveau de 2018, 2019, 2022, 2023 et 2024, mais est encore supérieur à son niveau de toutes les années entre 2000 et 2016 ([Graphique 3](#)).



- que le **PMI et l'ISM montrent encore aujourd'hui une perspective à la hausse de la production** dans les services. Les données manufacturières sont plutôt compatibles avec une stabilité de l'activité de l'industrie (**Graphiques 4a/b**).

Graphique 4a
Etats-Unis : PMI manufacturier et PMI services (indices)



Graphique 4b
Etats-Unis : indices PMI manufacturier et non-manufacturier



Le plus probable est qu'il ne va pas y avoir de récession aux États-Unis, mais un simple ralentissement de l'activité. Par ailleurs, **l'inflation reste forte** (3,1% pour l'inflation hors énergie et alimentation en février 2025) **et va être accrue par les droits de douane et la tendance du déficit public est très élevée** (1,1 trillion de dollars entre octobre 2024 et février 2025), ce qui est nettement supérieur au niveau mesuré pour l'année fiscale 2024, qui avait abouti à un déficit public de 6,4% du PIB.

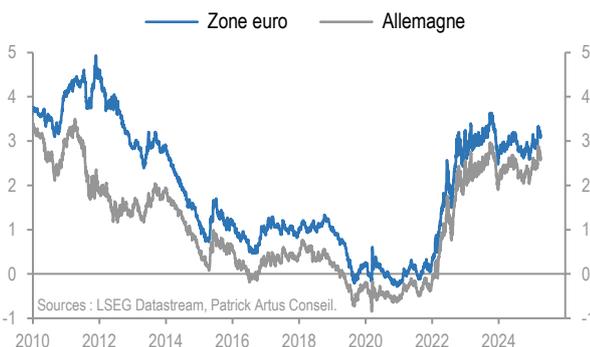
Tout indique donc que la baisse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis entre janvier et le début d'avril 2025 est exagérée, et qu'elle va donc se corriger.

Dans la zone euro, la hausse exagérée des taux d'intérêt long terme

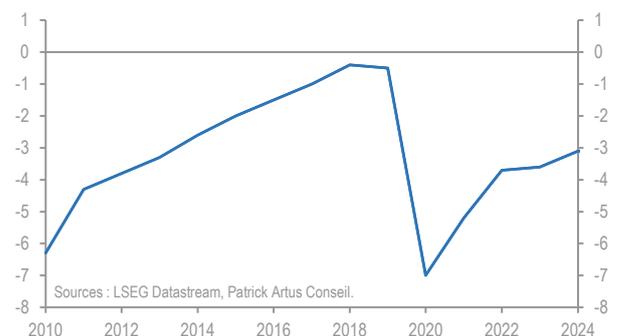
Le taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique de l'Allemagne est passé de 2,08% à la fin de novembre 2024 à 2,37% au début de février 2025 et à 2,64% le 7 avril 2025 après un pic de 2,89% le 12 mars 2025.

Cette hausse des taux d'intérêt à long terme (qui vaut pour tous les pays de la zone euro, (**Graphique 5**) est liée à **l'anticipation d'un déficit public devenant plus élevé dans la zone euro** (la BCE prévoyait un déficit de 3% du PIB en 2025, identique à celui de 2024 et de 3,1% du PIB en 2026), **Graphique 6**.

Graphique 5
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 6
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



La réaction du marché obligataire est liée :

- **aux nouvelles règles budgétaires européennes**, qui autorisent un déficit public supérieur à 3% du PIB s'il est dû à un niveau de dépenses militaires supérieur à 1% du PIB ;
- **aux nouvelles règles budgétaires allemandes**, qui autorisent un déficit fédéral public supérieur d'au plus 1,5 point de PIB au niveau antérieurement autorisé (0,35% du PIB) si ce dépassement vient de la hausse des dépenses militaires, et qui autorisent les Länder à avoir un léger déficit public (0,35% du PIB) ;
- **à l'annonce du plan d'investissement dans les infrastructures** (transports, énergie) et dans la transition énergétique en Allemagne, de 500 milliards d'euros en 10 ans ;

- à l'annonce par la Commission européenne d'un plan de financement du réarmement de l'Europe de 150 milliards d'euros.

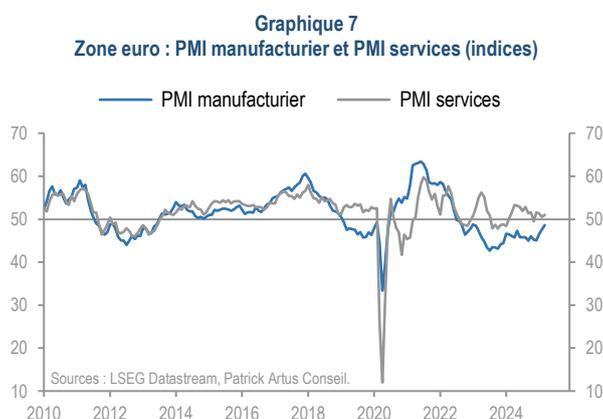
Les investisseurs en dette publique européenne en ont conclu que le déficit public de la zone euro allait beaucoup anticiper.

Mais ce n'est pas le cas :

- l'Allemagne a eu un déficit public de 2,5% du PIB en 2024, et le maximum autorisé avec les nouvelles règles est de 1,85% du PIB ;
- la France a eu un déficit public de 5,8% du PIB en 2024, et ambitionne de le réduire à 5,4% du PIB en 2025 et de continuer à le réduire au-delà de 2025 ;
- l'Espagne et l'Italie ont des dépenses militaires faibles (1,3% du PIB en Espagne, 1,5% du PIB en Italie) ; ces deux pays prévoient de porter leur budget militaire à 2% du PIB, mais à long terme (à l'horizon 2028 ou 2029) ; de plus, tous les observateurs pensent que ce sera difficile.

Au total, si les dépenses militaires des pays de la zone euro vont augmenter, ce sera un processus lent et de plus il ne fera que peu monter leur déficit public.

Par ailleurs, la BCE devrait continuer à baisser ses taux d'intérêt (vers 2% à la fin de 2025 ou à la fin de 2026) et la croissance de la zone euro va rester faible (**Graphique 7**).



On voit donc que très probablement les taux d'intérêt à long terme ont surréagi à la hausse depuis la fin de 2024 dans la zone euro et que cette surréaction va se corriger.

Synthèse : surréaction à la baisse des taux d'intérêt à long terme des Etats-Unis, et surréaction à la hausse des taux d'intérêt à long terme de la zone euro

La forte baisse (de 4,80% le 14 janvier 2025 à 4,00% le 4 avril 2025) des taux d'intérêt à long terme des Etats-Unis est liée à l'anticipation d'un fort ralentissement de l'activité. Mais en réalité, les Etats-Unis sont pour l'instant loin d'une récession et donc cette forte baisse des taux d'intérêt à long terme va se corriger.

La forte hausse des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro (de 2,08% à la fin de novembre 2024 pour le taux à 10 ans de l'Allemagne à 2,64% le 7 avril 2025) est liée à l'assouplissement des règles budgétaires en Allemagne et dans la zone euro, en particulier pour autoriser un supplément de dépenses militaires.

Mais en réalité, la hausse induite du déficit public total des pays de la zone euro sera très faible, alors que la BCE continue à baisser ses taux d'intérêt et que la croissance prévue est faible (autour de 1% en moyenne annuelle en 2025). En conséquence, la hausse des taux d'intérêt à long terme va se corriger ; le taux d'intérêt à 10 ans de l'Allemagne est déjà passé de 2,89% le 12 mars 2025 à 2,64% le 7 avril 2025.

Suite à l'annonce par Donald Trump, le 2 avril 2025, de l'instauration de droits de douane sur les importations américaines, un mouvement de correction à la baisse des taux d'intérêt à long terme a été observé. Cependant, le risque de récession aux Etats-Unis et le risque de déficit public en Europe sont encore exagérément valorisés par les marchés obligataires.

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 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.