

Vers un remake de la crise de la dette souveraine européenne d'il y a 15 ans ?

La réponse est négative à horizon 6 mois. On se souvient que la précédente crise de la zone euro avait démarré au début 2010 pour s'achever à l'été 2015, avec le référendum grec déclenché par A. Tsípras.

Le plus gros des tensions a eu lieu entre la mi-2011 et le printemps 2013, avec notamment une forte hausse des spreads souverains, une récession au cours de cette période et le défaut grec en 2012.

Nous estimons aujourd'hui peu probable la répétition (dans son ampleur) de cette crise au cours des prochains trimestres. Pourquoi ? Pour plusieurs raisons.

- a) **Aujourd'hui la France, qui demeure le principal problème, représente 19% du PIB de la zone, ce qui est beaucoup.** Mais il ne faut pas oublier qu'au début de la décennie précédente, l'Italie, l'Espagne, le Portugal, la Grèce, l'Irlande et Chypre en représentaient pratiquement un tiers. Il faudra néanmoins surveiller le degré de diffusion du stress français vers l'Italie (le spread BTP-OAT s'élargit au profit de l'Italie, mais le spread BTP-Bund progresse). Nous pensons toutefois que la BCE a les moyens de « gérer » cela comme elle l'a fait en 2022¹.
- b) **Ensuite, l'Europe bénéficie d'un cadre institutionnel et d'instruments d'intervention plus solides.** À l'époque, il avait fallu improviser. Depuis 2012, on a eu la création du MES (Mécanisme Européen de Stabilité), les multiples dispositifs d'intervention de la BCE (OMT, APP, TPI, ...), les opérations ciblées de refinancement bancaire à plus long terme (TLTRO), sans oublier les dispositifs ciblés sur la Grèce.
- c) **De plus, le système bancaire européen est mieux armé (rentabilité plus élevée, meilleure capitalisation et meilleure supervision).** N'oublions pas qu'en 2011–2012, il absorbait encore les pertes liées à la grande crise financière mondiale de 2007-09, tandis que la récession associée à la crise souveraine lui imposait de nouvelles pressions.

¹ Voir notre Chronique hebdomadaire du 11 octobre 2026 Faut-il acheter de la dette souveraine US et allemande ?

- d) **Ajoutons que l'approche budgétaire en Europe est aujourd'hui plus graduelle.** Les règles budgétaires européennes révisées ont conservé les plafonds initiaux de déficit et de dette, respectivement fixés à 3 % et 60 % du PIB. Elles sont toutefois devenues plus souples et permettent une trajectoire d'ajustement structurel plus réaliste, de l'ordre de 0,5 % du PIB par an, soit beaucoup moins qu'en 2011–2013.

Aujourd'hui, notons aussi que l'Allemagne assouplit sa politique budgétaire à hauteur de 2 % du PIB sur 2026-2027. En 2011-2012, elle avait au contraire retiré son soutien post-crise et resserré sa politique presque autant que la moyenne de la zone euro.

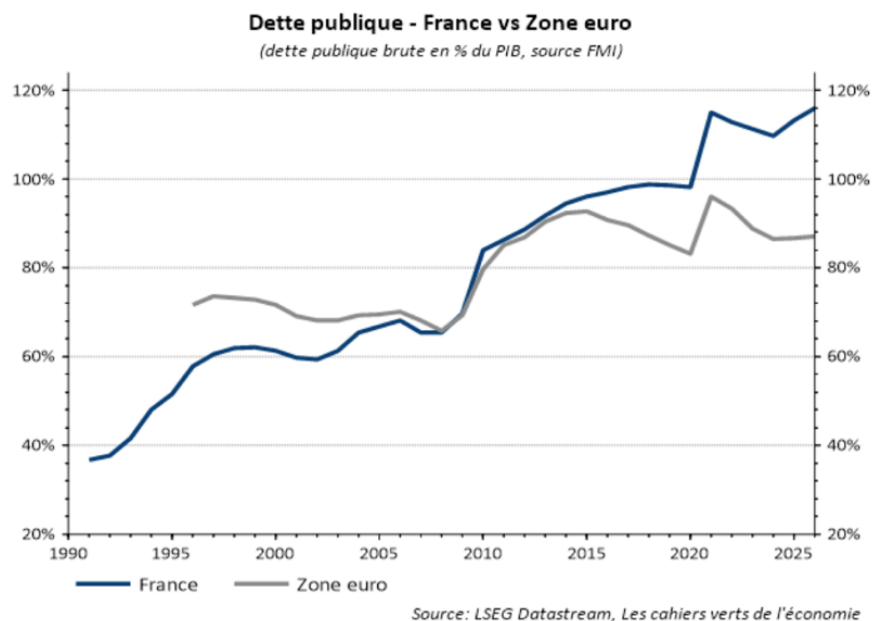
- e) **Citons enfin le rééquilibrage des comptes courants intra-zone euro, contrairement au début des années 2010.** Il n'y a pas de déséquilibre interne majeur. Songeons qu'en 2010-11, le déficit courant de la Grèce se situait à 10% du PIB alors que l'excédent allemand s'établissait à presque 6% du PIB.

Au total, la zone euro, qui avait enregistré une croissance de 2,2 % en rythme annualisé entre début 2010 et mi-2011, est ensuite passée à une contraction de 0,9 % pendant les 7 trimestres suivants, soit une dégradation cumulée d'environ 3,1 points de % (resserrement budgétaire assez massif, hausse des taux et baisse du crédit, baisse de la confiance, environnement international moins favorable...). On n'en est pas là même si la croissance de la zone euro hors Irlande devrait être médiocre en 2027 du fait notamment de la diffusion de la hausse des taux, en particulier sur l'immobilier.

Cela ne signifie pas que tout va bien, loin de là. La situation globale des finances publiques de la zone euro n'est finalement aujourd'hui pas si différente de celle de 2011.

Par rapport à cette date, la zone euro affiche une dette légèrement plus élevée (environ 90 % du PIB contre 88 %) et un déficit primaire structurel plus important (environ 1 % du PIB contre 0,5 %). En revanche, son déficit général est plus faible (environ 3,3 % du PIB contre 4,2 %) et sa charge d'intérêts est moins élevée (environ 2,1 % du PIB contre 3 %).

Mais ces chiffres recouvrent des situations contrastées selon les pays. Ainsi, la dette publique est aujourd'hui inférieure à son niveau de 2011 en Allemagne, aux Pays-Bas et dans les plus petits pays d'Europe du Sud, mais elle est plus élevée en France et en Italie, avec une vraie dérive de notre pays par rapport à la moyenne de la zone euro depuis une dizaine d'années (cf. graphique ci-dessous).

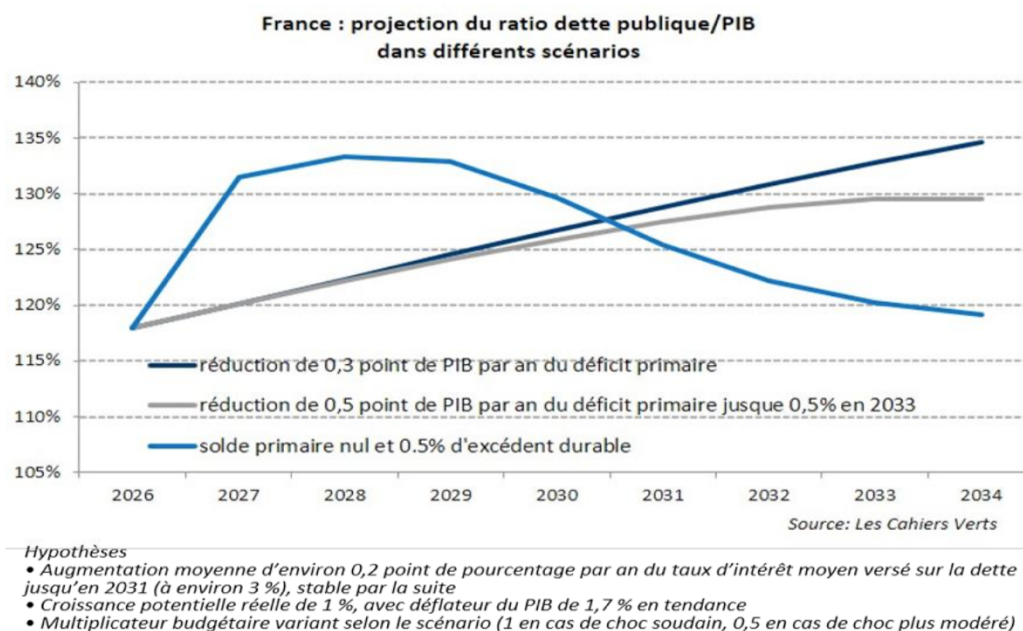


Plusieurs pays de la zone euro restent confrontés à des trajectoires d'assainissement budgétaire politiquement difficiles.

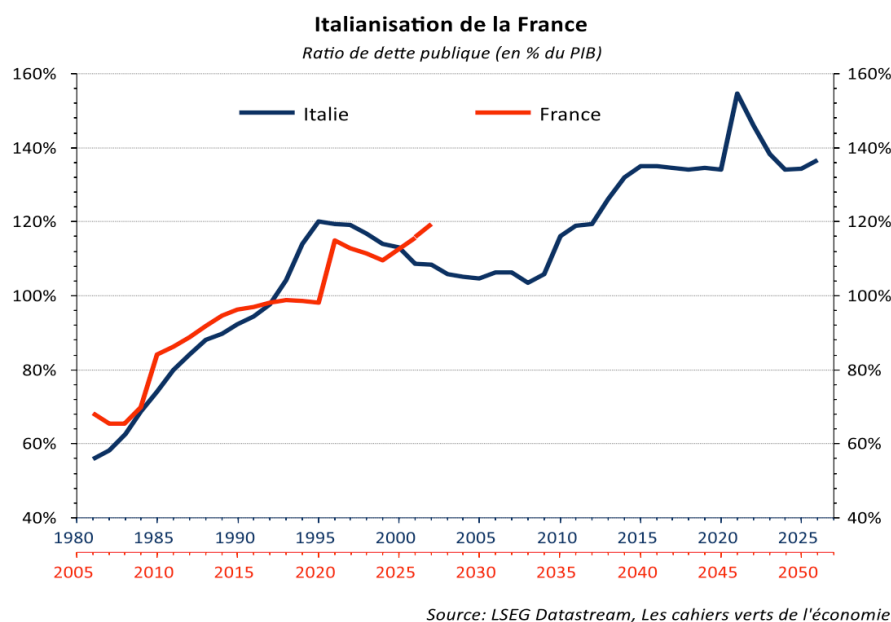
Soyons clairs pour la France. Plusieurs scénarios sont possibles, mais aucun ne permet une réduction rapide du ratio de dette publique.

Le plus positif des scénarios - tout en restant relativement réaliste - serait une réduction du solde primaire de 0,5 pt de PIB chaque année (on est autour de -3% en 2026) avant une stabilisation à +0.5 pt de PIB à partir de 2033.

Dans ce cas, la dette publique augmenterait jusqu'à un niveau de l'ordre de 130% du PIB avant de se stabiliser à ces niveaux en 2032/2033. Soit des niveaux proches de ceux de l'Italie au milieu des années 90 ou du début des années 2020 (cf. graphique ci-dessous).



En fait, c'est à minima un scénario d' « italianisation » qui se profile devant nous (cf. graphique ci-dessous).



Rappelons par ailleurs que pour des raisons d'aléa moral il ne faut pas compter sur une intervention pro-active de la BCE à court terme en faveur de la France. La BCE ne devrait intervenir que dans un deuxième temps et nous avons du mal à croire que l'Allemagne et les différents pays d'Europe du Sud qui ont connu un ajustement drastique il y a 15 ans favoriseront un « sauvetage » de la France sans un minimum d'effort de sa part.

Dans ce contexte, que faire aujourd'hui en stratégie d'investissement à horizon des prochains mois ? Continuer ce que nous avons déjà dit et répété depuis au moins 2 ans et demi :

- Élargissement du spread OAT-Bund (objectif 150-200 pb)
- Préférence pour les meilleures signatures au sein de la dette souveraine de la zone euro : reprendre de la duration sur le Bund fait sens (ainsi que nous l'avons signalé dans notre dernière chronique)
- Surpondération des dettes espagnole et portugaise au sein de la périphérie
- Sous-pondération des actions françaises au sein des actions européennes : sous-pondération du CAC 40 vs. Stoxx600, sous-pondération des Small Caps Françaises vs. Européennes, sous-pondération des Financières et Utilities françaises vs. Peers européennes)
- Sous-pondération des secteurs domestiques français et des entreprises dépendantes des commandes publiques
- Biais actions négatif sur l'Europe vs USA (même s'il faut faire attention au très court terme après la surperformance du marché américain des dernières semaines du fait du retour d'une grande nervosité des investisseurs sur la Tech avant la publication des résultats du T3 fin octobre / début novembre)
- Biais encore légèrement négatif sur l'euro (retour des craintes d'implosion de la zone euro avec les difficultés financières de la France et les succès de l'AfD en Allemagne)

Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.