



Lettre hebdomadaire CIFFA n°8, jeudi 09 octobre 2025

Jean-Noël VIEILLE- Chief Economist et Analyste financier

L'enlèvement politique de la France

La situation française devient préoccupante avec un Président devenu inexistant et très contesté et l'absence de gouvernement et donc de budget pour 2026. Certains éléments semblent toutefois évoluer. Tout d'abord, la perspective d'une prochaine dissolution n'intéresse pas les grands partis politiques en dehors du Rassemblement National et de LFI qui y voient une façon de progresser. Les autres députés ont manifestement très peur pour leurs prochaines réélections et ne souhaitent donc pas retourner aux urnes. Conclusion, Macron devrait nommer un nouveau premier ministre avant la fin de la semaine. En effet, la séquence actuelle désastreuse pourrait augmenter considérablement le taux d'abstention et favoriser ainsi les votes extrêmes et donc conduire le Rassemblement National au pouvoir. Emmanuel Macron ne peut envisager cette situation. Ainsi, de façon assez surprenante, Sébastien Lecornu a suggéré de suspendre la réforme des retraites d'Emmanuel Macron lors de discussions avec l'opposition.

Suspendre les réformes de Macron visant à relever l'âge de la retraite à 64 ans serait une concession majeure à la gauche qui pourrait éviter alors de nouvelles élections législatives, mais seulement en sacrifiant un pilier central des réformes économiques de Macron. Cela risque également d'aliéner davantage les Républicains, qui souhaitent la diminution de la dette. Le ministre sortant des Finances, Roland Lescure, a aussi déclaré mercredi que la suspension de la réforme des retraites était l'une des mesures étudiées pour faire passer un budget mais que cette mesure devrait être financée par d'autres moyens. Les réformes visant à relever progressivement l'âge de la retraite en France de 62 à 64 ans ont été adoptées en 2023. Ces mesures ont suscité une opposition de la part des partis d'opposition et des syndicats et ont déclenché d'importantes manifestations. L'ancienne Première ministre Élisabeth Borne, qui a présenté la réforme au Parlement et qui est maintenant ministre sortante de l'Éducation, a aussi déclaré que la loi ne devait pas être considérée comme un « totem ».

Lecornu, qui a démissionné lundi après moins d'un mois de mandat, a été chargé par Emmanuel Macron de mener les discussions afin d'explorer la possibilité de parvenir à un compromis pour l'adoption du budget 2026. Ces ouvertures ont été bien accueillies par la gauche, Raphaël Glucksmann, homme politique de centre-gauche et membre du Parlement européen, déclarant qu'il existe un moyen d'obtenir cette suspension. Olivier Faure, chef du Parti socialiste, a déclaré que ce serait un geste important s'il se concrétisait mais qu'il voulait savoir si cette victoire est réelle ou non avant de la célébrer. Il faut que je vérifie qu'il ne s'agit pas simplement d'un écran de fumée, a-t-il déclaré mercredi. Ce dernier est d'ailleurs candidat au poste de premier ministre et cela pourrait devenir une hypothèse afin de faire passer le budget en réunissant la gauche et les macronistes (ce qu'il en reste !). La remise en cause de la réforme des retraites de Macron a été une demande clé de la gauche et de l'extrême droite, mais il n'est toujours pas certain qu'un budget incluant cette mesure obtiendrait un soutien suffisant au sein de l'Assemblée nationale. Cette perspective a été rejetée par le parti conservateur Les Républicains. Valérie Pécresse, dirigeante du parti et présidente de la région Île-de-France, a déclaré que cette mesure « ferait exploser les déficits du système de retraite » et ferait peser le fardeau sur la génération

Pas de dissolution mais nomination prochaine d'un nouveau premier ministre.

La réforme des retraites en discussion.

Les Républicains pourraient ne pas accepter certaines concessions politiques.

suivante. Eternel remarque déjà formulé par Bayrou mais qui n'est pas tout à fait exact. Pour s'en persuadé, je vous conseille la lecture de mon livre publié en avril 2025 chez l'Harmattan : Faut-il avoir peur de la dette publique ? Une question politique.

Les taux d'emprunt de la France ont déjà augmenté au cours du mois dernier, depuis que l'administration Bayrou a échoué lors d'un vote de confiance sur les mesures de réduction du déficit pour le budget de l'année prochaine. Mais cette progression est assez contenue, les taux ont depuis un an augmenté de 0,5% ce qui reste acceptable eu égard à la conjoncture économique et politique de la France. L'agence de notation Fitch, qui a été la première à abaisser la note de la dette souveraine de la France le mois dernier, a averti que « l'échec de la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire » pourrait laisser le pays confronté à de nouvelles dégradations de sa note de crédit.

Au 08/10/2025					
Indices	Perf 2025	Perf semaine	Perf Sept.	Perf 2024	Perf 2023
Cac 40	9,2%	1,2%	2,5%	-2,2%	16,52%
Eurostoxx 50	15,4%	1,2%	3,3%	8,3%	19,19%
DAX	23,5%	2,0%	-0,1%	18,8%	20,31%
Dow Jones	9,5%	0,3%	1,9%	12,9%	13,70%
Nasdaq	19,3%	1,3%	5,6%	27,9%	44,26%
Nikkei	19,7%	7,1%	5,2%	19,2%	28,24%

Les risques de contagion du mal français

Le départ d'un autre Premier ministre français aggrave les perspectives économiques du pays. Le catalyseur immédiat de cette décision a été un désaccord sur la composition du gouvernement. Plus sérieusement, la cause sous-jacente est l'incapacité persistante du gouvernement à obtenir une majorité parlementaire pour mener à bien des réformes. La France accuse un déficit budgétaire élevé, supérieur à 5% du PIB, et sa dette publique approche les 114 % du PIB. Ces deux niveaux sont historiquement élevés, surtout pour un pays du « cœur » de la zone euro. L'impact de la démission de Sébastien Lecornu, après moins d'un mois au poste de Premier ministre, sur le marché des obligations d'État a été immédiat. Les rendements des obligations d'État françaises (OAT) ont progressé, tant en valeur absolue que par rapport à leurs homologues de la zone euro. Le marché obligataire intègre désormais une prime de risque de gouvernance substantielle pour la France. Il convient de noter en particulier que le rendement de l'OAT française de référence à 10 ans se négocie désormais au-dessus de celui de son homologue italienne (BTP), une inversion autrefois impensable. Cette pénalité financière place la deuxième économie de la zone euro derrière un marché parfois qualifié par le passé d'économie « périphérique » du bloc. Il s'agit de bien plus qu'un indicateur de déséquilibre budgétaire ; il s'agit d'une perte de confiance dans la capacité du système politique français à gouverner. Dans le même temps, l'écart souverain entre l'OAT française à 10 ans et le Bund allemand de référence s'est considérablement élargi, le poussant à plus de 0,85%. Cela complexifie les perspectives de politique monétaire de la Banque centrale européenne. Celle-ci s'efforce déjà de concilier la nécessité de contenir une inflation persistante – qui reste relativement stable dans le secteur des services – avec les inquiétudes croissantes concernant une croissance économique anémique dans la zone euro. L'élargissement de l'écart entre les obligations françaises et allemandes menace la capacité de la BCE à assurer une bonne transmission de sa politique monétaire à l'ensemble du bloc. Une augmentation de la dispersion des rendements risque d'entraîner des tensions sur les marchés susceptibles de devenir une menace systémique. Le message actuel du marché est clair : si elle persiste, la paralysie politique

La hausse des
taux français
reste
contenue !

Poursuite de la
hausse des
marchés. Forte
hausse du
Nikkei.

Le problème
français peut
avoir des
répercussions
en Europe.

Perte de
confiance des
investisseurs vis-
à-vis de la
politique
française !

**Tensions sur
l'obligataire
britannique.**

de la France pourrait se transformer en véritable casse-tête financier pour la zone euro. L'instabilité de la France a également des conséquences pour le Royaume-Uni. Un impact immédiat est déjà visible : la hausse des rendements des obligations britanniques. De fait, la hausse des rendements des obligations suite à l'annonce française a dépassé celle de toutes les autres grandes économies européennes. De plus, aussi vulnérable que la France puisse paraître actuellement, elle pourrait sans doute être moins mal lotie que le Royaume-Uni si les marchés obligataires venaient à perdre patience face aux pays à laxisme budgétaire.

La France dispose d'un solide filet de sécurité potentiel au sein de la BCE. La promesse de « tout faire quoi qu'il en coûte » faite en 2012 par Mario Draghi, alors président de la BCE, a joué un rôle déterminant dans l'apaisement de la crise de la dette européenne. Le marché pensait que la banque centrale utiliserait sa puissance de feu financière illimitée, un mécanisme de défense qui offre à la France une protection accrue, même si la situation est politiquement délicate. La Banque d'Angleterre pourrait également intervenir si le sentiment obligataire se dégradait significativement au Royaume-Uni. Après tout, elle a joué un rôle crucial lors des turbulences budgétaires de 2022 provoquées par Liz Truss. Pourtant, la perturbation sous-jacente de l'époque, un choc dû à des baisses d'impôts non financées, était plus facilement réversible que celle qui frappe le Royaume-Uni aujourd'hui. Une intervention d'urgence de la Banque d'Angleterre, contrairement à la défense de la BCE, risquerait d'être perçue par les marchés financiers internationaux comme une monétisation des déficits budgétaires persistants du Royaume-Uni. Cela comporte un risque accru de saper la crédibilité de la banque centrale en matière d'inflation, ce qui aurait des conséquences plus problématiques pour la livre sterling et les taux d'intérêt à long terme britanniques.

Le danger est donc que ce qui se passe en France ne reste pas qu'en France, surtout si le budget britannique de novembre s'avère décevant, non seulement en termes de consolidation budgétaire, mais aussi en termes de perspectives de productivité et de croissance plus élevées. Pour le Royaume-Uni, cet épisode devrait servir de puissant rappel : le budget de novembre permettra de vérifier si Londres est capable de réaliser ce que Paris ne parvient pas à faire. Les marchés obligataires pourraient alors perdre patience face à la paralysie politique.

La Fed change de stratégie

Certains des plus hauts responsables de la Réserve fédérale auraient préféré maintenir les coûts d'emprunt inchangés le mois dernier, soulignant les inquiétudes des décideurs selon lesquelles l'inflation élevée constitue une menace pour l'économie américaine. Le Comité fédéral de l'open market (FOMC), chargé de fixer les taux d'intérêt, a réduit les coûts d'emprunt pour la première fois cette année en septembre, abaissant la fourchette cible des fonds fédéraux de 0,25% à 4-4,25%, dans un contexte de signes d'affaiblissement du marché du travail. Cependant, les minutes du vote de la mi-septembre ont montré que quelques membres du FOMC ont soutenu une décision de maintenir les coûts d'emprunt inchangés, car l'inflation risquait de rester au-dessus de l'objectif de la banque centrale. Les progrès vers l'objectif de 2% ont stagné cette année, les chiffres de l'inflation ayant augmenté, indique le compte rendu, ajoutant que quelques membres ont exprimé leur inquiétude quant au fait que les attentes d'inflation à long terme pourraient augmenter si l'inflation ne revient pas à son objectif en temps opportun. La mesure de l'inflation s'est établie à 2,7% sur l'année jusqu'en août, soit un chiffre légèrement supérieur à celui de 2,6% enregistré en juillet. Le rendement des bons du Trésor à deux ans, qui évolue en fonction des attentes en matière de taux d'intérêt, a légèrement augmenté à la publication du compte rendu, augmentant à 3,59% ce mercredi. Le compte rendu souligne que

**Tensions au
sein de la Fed
sur des
prochaines
baisses de
taux.**

les responsables de la Fed pourraient être plus divisés sur l'avenir de la politique monétaire que ne le suggérait la décision initiale.

Les 12 membres votants du FOMC ont soutenu la baisse par 11 voix contre 1, Stephen Miran, un allié du président Donald Trump et conseiller économique qui a rejoint la Fed juste avant la réunion, soutenant un mouvement plus important de 0,50%. Le comité comprend au total 19 membres. Les projections publiées au moment de la réunion ont montré qu'une faible majorité du comité était favorable à des réductions d'au moins deux quarts de point plus tard cette année. Alors que l'inflation a augmenté en 2025 en raison des tarifs douaniers de Trump, les responsables de la Fed favorables à de nouvelles réductions pensent que l'impact inflationniste des politiques commerciales restera limité aux importations américaines et n'aura pas d'effets en cascade. Dans le même temps, une forte baisse des chiffres de l'emploi non agricole a suscité des inquiétudes quant à un éventuel affaiblissement substantiel du marché du travail américain.

La décision de baisser les taux est intervenue après des mois de pression de la part de Trump, qui avait qualifié le président de la Fed, Jay Powell, d'« idiot ».

Conclusions en matière d'investissement

Les gestionnaires de fonds s'inquiètent de plus en plus de la soutenabilité de la dette et de l'exubérance irrationnelle des marchés risqués. Pourtant, le scénario reste le même depuis le choc des droits de douane américains d'avril : des actions dynamiques, des obligations d'entreprises en pleine effervescence et des vagues d'investissement sur les marchés privés, le tout soutenu par une forte croyance en la magie de la désinflation pour maintenir les taux d'intérêt américains à la baisse. Il n'est cependant pas difficile d'identifier les risques. Le plus évident est sans doute celui de l'intelligence artificielle. Les dépenses des entreprises en IA sont actuellement très prometteuses, tant sur les marchés publics que privés, et représentent une part préoccupante de la croissance économique américaine. Sans cela, certains affirment que le pays serait déjà en récession. Les investisseurs se demandent désormais ouvertement s'il s'agit d'une bulle. Jeff Bezos, PDG d'Amazon, l'a confirmé récemment.

Le deuxième facteur est la problématique des spreads de crédit. Le surcroît de rendement auquel les investisseurs étaient habitués en achetant des obligations d'entreprises plutôt que des obligations d'État a quasiment disparu. Un regain d'optimisme des investisseurs envers cette classe d'actifs est apparu ces derniers mois, selon les termes de Bank of America, ce qui signifie que « les risques de correction augmentent ». Il n'y a vraiment aucune marge d'erreur, ce qui rend les récents échecs liés aux marchés de la dette privée d'autant plus inquiétants. Personne ne serait surpris d'assister à un repli de ce marché. Les marchés accordent le bénéfice du doute aux États-Unis, une combinaison du privilège exorbitant du pays découlant de son statut de monnaie de réserve dominante et de l'évaluation selon laquelle le marché de l'emploi est en difficulté et que la Fed doit de toute façon baisser ses taux. Mais le principal risque réside dans une résurgence de l'inflation, qui se reflète déjà dans les prix à la consommation aux États-Unis. Tout ce qui empêcherait la banque centrale de procéder à des baisses de taux mettrait fin à cette exubérance, entraînant une baisse des prix des obligations et une hausse des coûts d'emprunt.

En conclusion, dans notre allocation, nous privilégions une diversification géographique des actions au-delà des marchés américains et européens (surpondération du Japon-forte hausse cette semaine- et de la Chine, légère surpondération des actions américaines), ainsi qu'une diversification au-delà des actions (or, duration obligataire et toujours des produits structurés qui permettent de se protéger contre les risques de baisse des marchés).

**Les risques
d'une baisse des
marchés
progressent.**

**Risques sur la
dette privée !**