



OAT-BUND

OAT-Bund : la France face au retour de la prime de risque

La France ne fait pas face à une crise de financement. Elle entre dans une phase plus exigeante : le marché ne juge plus seulement sa capacité à émettre, mais la crédibilité politique de sa trajectoire budgétaire. À huit mois de l'élection présidentielle et à l'approche du vote du budget 2027, le spread OAT-Bund devient le baromètre de ce changement de régime.

UNE TENSION FRANÇAISE DANS UN CHOC GLOBAL DE DURATION

Le cas français s'inscrit dans une revalorisation mondiale du prix de la duration. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient entretiennent le risque énergétique et inflationniste ; les besoins de financement des États augmentent ; les Banques Centrales ne sont plus des acheteurs structurels ; les choix de maturité du Trésor américain ajoutent de la volatilité. L'acheteur marginal redevient déterminant et exige une prime de terme plus élevée. La duration n'est plus une assurance gratuite.

Au 2 septembre 2026, le Bund allemand à 10 ans évolue autour de 3,4 %, au plus haut depuis quinze ans. Le Treasury américain à 10 ans se situe autour de 4,7-4,8 %, tandis que l'OAT française à 10 ans évolue à 4,25 %, un niveau inédit depuis novembre 2008.

Dans ce contexte, le spread OAT-Bund demeure le meilleur thermomètre du risque français. À 84-88 points de base, il intègre déjà une prime politique et budgétaire significative, mais conserve trois hypothèses favorables : un cadre européen contraignant, une BCE crédible et, à terme, un minimum de discipline budgétaire.

C'est cette dernière hypothèse que le marché pourrait tester. La hausse de la charge d'intérêts réduit les marges de manœuvre et rend la trajectoire de dette plus sensible au maintien de taux longs élevés. Un spread proche de 100 points de base ne signifierait pas une crise de financement ; il consacrerait l'installation de la France dans un régime de prime de risque durablement plus élevée.

À ce stade, l'asymétrie reste orientée à la hausse.

Les premiers tests tactiques seront les adjudications d'OAT de long terme de septembre et octobre 2026. Taux de couverture, qualité de la demande et réaction du marché secondaire mesureront la capacité d'absorption aux niveaux de rendements actuels. Une adjudication isolée restera toutefois un point d'observation, pas un verdict.

BANQUES ET ENTREPRISES : DES COUSSINS, PAS UNE IMMUNITÉ

Les banques ont préfinancé 85 % de leurs besoins obligataires de 2026 à fin juin et visent la couverture de leurs besoins 2027 d'ici la fin de l'année. Ce coussin de liquidité protège le court terme, mais une réévaluation durable du risque français : un spread souverain plus large finirait par renchérir leur financement, peser sur leurs valorisations et réactiver le lien souverain-banques.

Les entreprises françaises disposent elles aussi d'une position de liquidité robuste. Leurs besoins de refinancement sur le segment de notation Investment Grade restent contenus - environ 40 Mds€ en 2026 et 150 Mds€ en 2027. La protection est néanmoins temporaire : la hausse du coût du capital toucherait d'abord les entreprises dépendantes de la commande publique ou de la demande domestique, les plus endettées et celles dont les échéances se concentrent en 2027.

CE QUE LE MARCHÉ VA ARBITRER

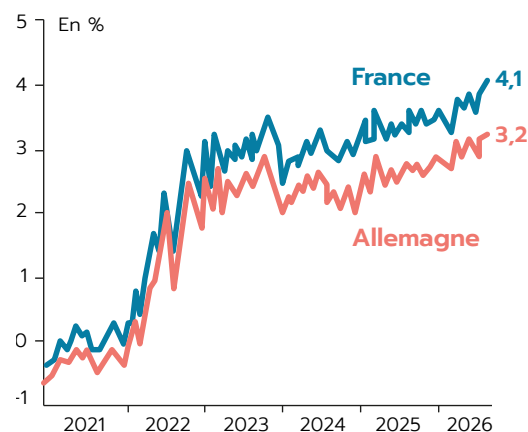
Le budget 2027 sera jugé sur son exécution, pas sur son seul objectif. Le marché combinera la probabilité de chaque orientation budgétaire et son impact : capacité à faire adopter le texte, réalisme des hypothèses de croissance, économies documentées et compatibilité avec le cadre européen. Une trajectoire modeste mais exécutable vaudra davantage qu'un ajustement ambitieux mais politiquement fragile.

L'annulation ou le gel d'une partie de la dette détenue par l'Eurosystème ne constitue pas notre scénario central. Tant que cette proposition reste théorique, son impact est limité. Si elle gagnait en crédibilité, le risque deviendrait institutionnel autant que budgétaire : le marché questionnerait la stabilité du cadre monétaire européen, au-delà du seul cas français.

Les signaux de marché à suivre sont la pente de la courbe française, le spread OAT-swap, la performance relative de la France face à l'Espagne et à l'Italie, la volatilité des taux, les spreads bancaires, l'euro et le CDS souverain français. Au-delà de son niveau absolu, l'écart entre le CDS français libellé en dollars et son équivalent en euros mérite une attention particulière : son élargissement peut signaler une hausse de la prime associée, non seulement au risque de crédit, mais aussi à un risque perçu de fragmentation ou de redénomination. Ces indicateurs doivent être lus conjointement : un écartement isolé de l'OAT-Bund ne porte pas le même message qu'une dégradation simultanée du CDS, des spreads bancaires et de l'euro.

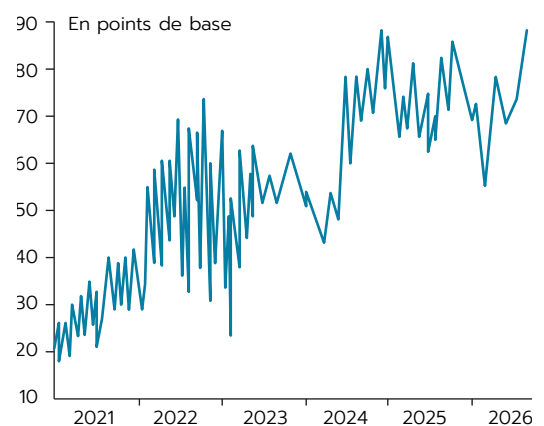
Le calendrier des agences de notation constituera un autre test : après Fitch le 28 août, DBRS et Scope se prononceront le 18 septembre, Moody's le 23 octobre et S&P le 27 novembre. Plus que la note elle-même, les commentaires sur la gouvernance, la capacité d'ajustement et la trajectoire de dette guideront le marché.

Évolution des taux 10 ans



Sources : Macrobond, Ofi Invest AM au 18/08/2026

Évolution du spread OAT 10 ans contre Allemagne



Sources : Macrobond, Ofi Invest AM au 03/09/2026

Une part importante du risque est déjà valorisée, mais pas un scénario de rupture. Le scénario central reste celui d'un spread proche de 100 points de base au quatrième trimestre ; le risque de queue de distribution demeure orienté vers un élargissement plus marqué avec un risque au-delà de 100 pb.

1. Scénario central : 80-100 pb

Sondages globalement stables et débat budgétaire tendu, sans rupture avérée avec le cadre européen. Un report du budget via une loi spéciale constitue désormais une hypothèse plausible et entretient une prime de risque durable, sans suffire à lui seul à caractériser un scénario de rupture. Le spread OAT-Bund convergerait vers 100 pb au quatrième trimestre, avec un risque de cotation temporaire dans la zone de 100-120 pb.

2. Scénario favorable : 65-80 pb

Adoption du budget 2027 et perspective électorale perçue comme plus consensuelle. Un programme de consolidation crédible, documenté et exécutable restaure la confiance : le spread revient vers 65-80 pb.

3. Scénario de stress : 120-150 pb

Dégradation plus nette de la crédibilité budgétaire ou politique : déficit durablement élevé, budget jugé non crédible, dégradation de notation, tensions avec l'Europe ou hausse marquée de la probabilité d'un programme de rupture. Le spread OAT-Bund dépasse 120 pb, sans plafond prédéfini. Dans un marché désordonné, l'ampleur du mouvement dépendra moins d'un seuil mécanique d'intervention de la BCE que de la liquidité de marché, de la dynamique des flux et de la perception de la soutenabilité budgétaire. Ce scénario s'accompagnerait vraisemblablement d'une sous-performance des banques françaises, d'un écartement des CDS et d'une hausse de la volatilité.

À RETENIR

La zone 80-100 pb doit être considérée comme le régime central selon nous, et non plus comme un stress temporaire dans les prochains mois. Le niveau de 100 pb constituerait une étape psychologique importante, mais pas en lui-même une crise de financement. Il matérialiserait surtout une nouvelle hiérarchie européenne du risque souverain et une hausse durable du coût du capital français.

Lexique

Agence de notation : entreprise spécialisée dans l'évaluation de la capacité d'un emprunteur à rembourser ses dettes.

CDS souverain français (Credit Default Swap) : contrat d'assurance contre le risque de défaut de l'État français sur sa dette.

Duration : durée de vie moyenne pondérée d'une obligation ou d'un portefeuille d'obligations exprimée en années. Elle sert à mesurer la sensibilité d'une obligation ou d'un portefeuille à une variation des taux d'intérêt. Obligations Investment Grade (IG) : qualifient des obligations émises par les emprunteurs les mieux notés par les agences de notation. Selon le classement de Standard & Poor's ou Fitch, leurs notes vont de AAA à BBB-.

Prime de terme : partie du rendement obligataire de long terme qui rémunère l'investisseur pour les risques spécifiques associés à la détention d'obligations à longue échéance.

Spread OAT-Bund : différence de taux d'intérêt d'une Obligation Assimilable du Trésor français avec celui d'une obligation de référence de même durée, considérée comme la moins risquée, l'emprunt d'Etat de référence allemand.

Spread OAT-Swap : écart entre le rendement d'une OAT (Obligation Assimilable du Trésor français) et le taux d'un swap de taux d'intérêt de même maturité.

Treasury : obligation émise par le gouvernement des États-Unis. Volatilité : correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.

INFORMATION IMPORTANTE

Cette communication publicitaire est établie par Ofi Invest Asset Management, société de gestion de portefeuille (APE 6630Z) de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous l'agrément n° GP92012 - n° TVA intracommunautaire FR51384940342, Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros, dont le siège social est situé au 127-129, quai du Président Roosevelt 92130 Issy-les-Moulineaux, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 384 940 342. Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Ofi Invest Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Cette communication publicitaire ne donne aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés et gérés par Ofi Invest Asset Management à la situation financière, au profil de risque, à l'expérience ou aux objectifs de l'investisseur et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Ofi Invest Asset Management décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans cette communication publicitaire, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir. FA26/0913/M