

23 février 2026

La revanche des pays du Sud

Depuis fin 2022, les écarts de taux à 10 ans (appelés *spreads*) entre l'Allemagne et la plupart des autres pays de la zone Euro ont tendance à se réduire.

Ce phénomène s'est accéléré récemment, amenant ceux-ci à des niveaux historiquement bas, notamment pour le Portugal, l'Italie, la Grèce et l'Espagne. Le *spread* de taux France/Allemagne s'est aussi réduit ces dernières semaines même s'il reste loin de ses plus bas historiques.

Ainsi, l'écart de taux à 10 ans Italie/Allemagne est passé de 240 bps fin septembre 2022 à 61 bps le 20 février. Le *spread* Espagne/Allemagne, sur la même période est passé de 118 bps à 41 bps. Le surplus de rendement offert par l'emprunt d'État à 10 ans grec est passé de 275 bps à 61 bps. L'écart de taux France/Allemagne est resté quasiment stable sur la période, autour de 60 bps.

Depuis le début de l'année 2026, c'est la France qui, enfin dotée d'un budget, surperforme avec un taux à 10 ans qui baisse de 26 bps tandis que le taux à 10 ans italien baisse de 21 bps et son homologue espagnol de 14 bps contre une détente de 12 bps pour le 10 ans allemand.

Faut-il chercher les raisons de ce resserrement du côté des pays de la zone historiquement les moins vertueux ou bien du côté de l'Allemagne ?

Depuis plusieurs années, les fondamentaux de ces pays se sont améliorés.

Ils ont bénéficié d'un meilleur profil de croissance que la moyenne européenne et d'une réduction de leur ratio déficit/PIB.

Ainsi, alors que la zone Euro enregistre, selon les données actuelles et avant révisions éventuelles, une croissance de 1,4% en 2025, l'Espagne enregistrerait une croissance de 2,8%, le Portugal et la Grèce d'environ 2%. La France et l'Italie seraient en retrait avec respectivement +0,9% et +0,7% mais cela reste supérieur à l'Allemagne (+0,3%).

Par ailleurs, la Grèce et le Portugal enregistrent un surplus budgétaire depuis plusieurs années et l'Espagne et l'Italie devraient respecter la limite de déficit de 3% du PIB, pouvant la faire sortir de la procédure de déficit excessif courant 2026. La France en revanche connaît une détérioration de son équilibre budgétaire avec un ratio déficit/PIB 2025 estimé à -5,4%.

Les meilleurs fondamentaux des pays du Sud se sont traduits par un rehaussement des notations de la part des principales agences de notation. Ainsi Moody's a relevé la note de l'Italie à Baa2 le 9 février dernier, S&P et Fitch à BBB+ respectivement en avril et novembre 2025 et S&P attribue une perspective positive depuis janvier 2026.

La Grèce a vu sa note relevée à BBB chez S&P et Fitch en avril 2025 et novembre 2025 et à Baa3 chez Moody's en mars 2025. L'Espagne a vu aussi sa note rehaussée par Moody's à A3 et à A+ par S&P en septembre 25. Le Portugal est également noté A3 et A+ par ces agences. La France connaît une tendance inverse avec, durant l'automne 2025, la dégradation de Fitch et S&P à A+ et la mise sous surveillance négative par Moody's.

Ainsi la prime que les intervenants exigeaient pour investir dans les titres d'État émis par les ex-PIGS a pu se réduire progressivement grâce à une nette amélioration de leurs fondamentaux.

A *contrario*, la trajectoire de la France, moins favorable, est pénalisante pour l'évolution de ses taux à long terme.

Parallèlement, l'Allemagne a perdu son statut d'élève modèle de la zone Euro.

Ses performances économiques ont été chahutées par la concurrence chinoise, la hausse des prix de l'énergie (guerre en Ukraine), la crise du secteur automobile et les droits de douane américains. Ainsi après deux années de croissance négative, l'Allemagne devrait enregistrer, selon les données actuelles et avant révisions éventuelles, une croissance de seulement 0,3% en 2025.

L'annonce en mars 2025, par Friedrich Merz, avant même d'être nommé officiellement chancelier, d'un plan colossal d'investissements dans les infrastructures et la défense a été disruptif. Les perspectives de détérioration des ratios concernant l'équilibre budgétaire et la dette ont fortement pesé sur la demande des emprunts d'État allemands. Le passage du taux à 10 ans *swap* sous le niveau du taux à 10 ans allemand durant la majeure partie de l'année 2025 en est une illustration. Les intervenants ont considéré que les retombées positives sur la compétitivité et la croissance de l'économie allemande risquaient d'être peu visibles à court terme tandis que les sollicitations sur les marchés de la dette souveraine allaient être extrêmement fortes dans les prochaines années.

Ainsi la contraction des écarts de taux entre les pays du Sud de la zone et l'Allemagne provient à la fois d'une amélioration des fondamentaux de ces pays et de la perspective d'une détérioration notable de ceux de l'Allemagne.

En plus des fondamentaux, la stabilité politique des pays joue aussi un rôle très important. La tendance à la réduction de l'écart de taux entre l'Italie et la France en est un bon exemple. Alors que le gouvernement italien est en place depuis plus de 3 ans (contre une moyenne historique d'environ 1 an), la France a connu 5 gouvernements sur la même période. Les taux des emprunts d'État italiens et français sont maintenant quasiment à parité contre un écart de près de 200 bps en septembre 2022.

Cette tendance à la contraction des *spreads* vis-à-vis de l'Allemagne peut-elle se poursuivre ?

Au regard de la baisse des *spreads* déjà opérée, il semble que l'amélioration des fondamentaux des pays du Sud par rapport à l'Allemagne soit déjà bien intégrée. Il est à noter que le plan de relance Next Generation European Union (NGEU) prendra fin en 2026. Mis en place à la suite de l'épidémie de Covid, il a été particulièrement favorable à l'Italie et l'Espagne (les deux plus importants bénéficiaires de la zone) et explique une partie de leur bonne dynamique de croissance. Sa contribution à la croissance de ces pays devrait donc peu à peu se réduire. On verra alors si les progrès récents proviennent d'une amélioration cyclique ou plus structurelle. À ce titre la situation de l'Espagne ou du Portugal semble plus favorable que celle de l'Italie (et de la France) si on regarde l'évolution respective de leur ratio dette/PIB.

A *contrario*, le plan massif de relance allemand va peu à peu se diffuser dans l'économie et contribuera positivement à la croissance allemande à partir de cette année (avec quelques effets aussi sur le reste de la zone), limitant ainsi la détérioration des ratios d'équilibre budgétaire et d'endettement. Par ailleurs, des risques idiosyncratiques notamment politiques pourraient accroître la volatilité et entraîner des tensions sur les taux sur tel ou tel pays.

Ainsi, même si l'instabilité politique en France semble s'atténuer à court terme, il y a peu d'amélioration à attendre dans la gestion des finances publiques française à l'approche de l'échéance présidentielle de 2027 qui devrait progressivement mobiliser l'attention. On peut s'attendre alors à plus de volatilité sur les emprunts d'État français. Ceci pourrait à minima limiter la poursuite de la tendance à la réduction des *spreads* des pays du Sud vis-à-vis de l'Allemagne, d'autant que des élections en Espagne, Italie et Grèce sont aussi prévues d'ici 2027. Il est rare que les années d'élections soient celles où la rigueur budgétaire est de mise.

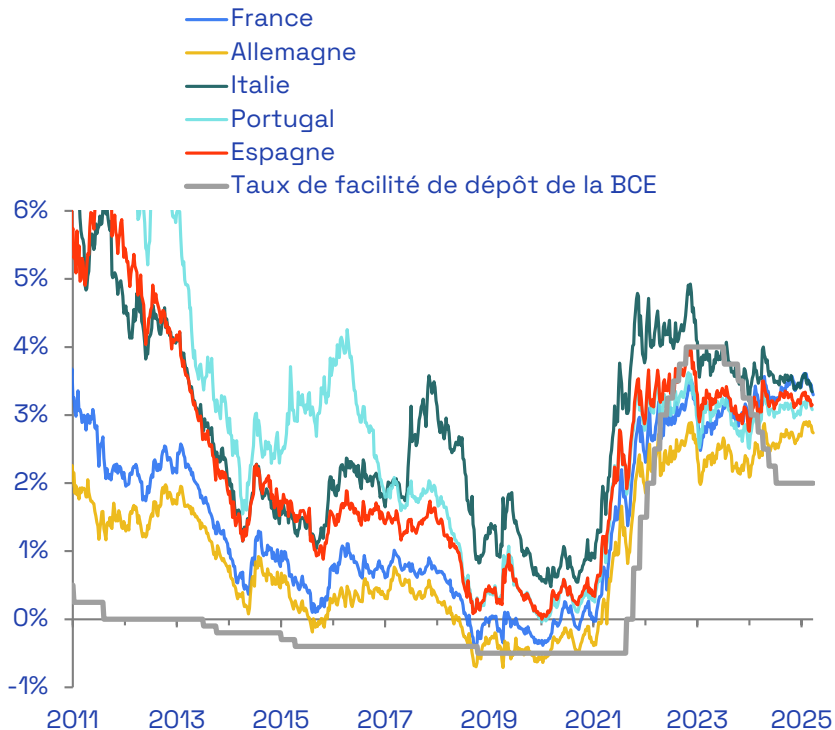
L'absence de baisse des taux de la BCE (notre scénario central évoqué notamment dans la note « [BCE entre résilience et tolérance](#) ») ne plaide pas non plus pour une forte surperformance des pays du Sud.

Bénéficiant d'une bonne dynamique à la fois concernant les fondamentaux et les améliorations de notation, les emprunts d'État des pays anciennement appelés périphériques pourraient à court terme continuer à surperformer légèrement leurs homologues allemands. Mais le potentiel à moyen terme paraît limité sauf si une tendance franche et généralisée à la baisse des taux à long terme (ce n'est pas notre scénario central) se mettait en place et entraînerait une recherche de rendement, favorisant ainsi les emprunts d'État offrant encore des taux élevés.



Frédérique Lefèvre,
Gérante multi-actifs

ÉVOLUTION DES TAUX À 10 ANS DANS LA ZONE EURO



Sources : Ecofi, Bloomberg. Dernières données hebdomadaires disponibles au 20/02/2026.



PAR AILLEURS, DES RISQUES IDIOSYNCRATIQUES NOTAMMENT POLITIQUES POURRAIENT ACCROÎTRE LA VOLATILITÉ ET ENTRAÎNER DES TENSIONS [...]



Frédérique Lefèvre, Gérante

Source : Ecofi, au 23 février 2026.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel. Les analyses et les opinions mentionnées ci-dessus représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 20 février 2026 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ecofi à partir de sources qu'elle estime fiables. Ecofi se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée.