

THÈME DU MOIS

OBBBA : un plan budgétaire coûteux et socialement régressif



RÉDACTEURS

**DIDIER
BOROWSKI**RESPONSABLE DE LA
RECHERCHE SUR LES
POLITIQUESMACROÉCONOMIQUES,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

PRINCIPAUX POINTS À RETENIR

Le One Big Beautiful Bill Act (OBBBA), signé par le président Trump le 4 juillet, marque un changement significatif dans la politique budgétaire américaine. Adopté de justesse par le Congrès, la loi incarne le cœur du programme du second mandat de Donald Trump, combinant d'importantes baisses d'impôts avec des coupes sans précédent dans les programmes sociaux et une augmentation des dépenses de sécurité.

L'OBBBA est une mosaïque de mesures régressives qui exacerbent les inégalités, entravent la transition énergétique et augmentent significativement la dette publique américaine. Ces mesures stimuleront l'économie américaine à court terme, d'environ 0,2 pp, car les réductions de dépenses interviendront l'année prochaine. Mais, une grande partie de ces gains pourrait être neutralisée par une augmentation des paiements d'intérêts sur la dette et la hausse des droits de douane.

Les bonnes performances économiques à court terme ne doivent pas occulter le coût exorbitant de l'OBBBA et ses effets sociaux négatifs à moyen terme. Nous pensons en effet qu'en définitive, il représente une menace supplémentaire pour l'avenir de la puissance économique américaine.

Les baisses d'impôts devraient coûter quelque 4 500 milliards de dollars sur dix ans, pour seulement 1 500 milliards de dollars d'économies budgétaires, ce qui augmentera la dette de plus de 3 000 milliards de dollars.

Une opération coûteuse

Comme prévu, les baisses d'impôts de 2017 sont en train d'être pérennisées. Des coupes supplémentaires sont également prévues, notamment une exonération des pourboires et des heures supplémentaires, des déductions pour les personnes âgées ainsi qu'une augmentation du plafond de déduction fiscale pour les impôts locaux et régionaux (SALT) de 10 000 à 40 000 dollars. Cela permettra notamment aux ménages de déduire leurs impôts fonciers de leur impôt fédéral sur le revenu. Ces réductions devraient prendre fin en 2028 ou 2029, tandis que les coupes budgétaires devraient s'intensifier au fil du temps, à condition que le Parti républicain conserve sa majorité au Congrès lors des élections de mi-mandat de novembre 2026.

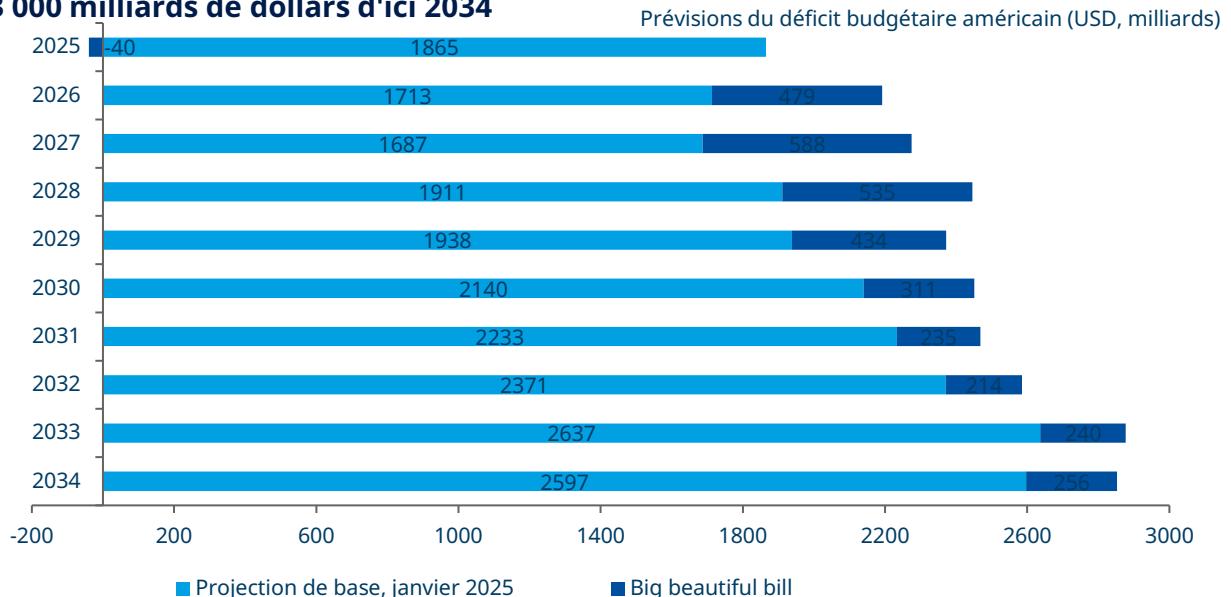
Sans surprise, le nouveau budget pluriannuel prévoit une réduction des subventions vertes, notamment la suppression de nombreuses mesures incitatives en faveur des énergies renouvelables et la suppression du crédit d'impôt pour l'achat de véhicules électriques en septembre 2025, au profit de mesures favorisant les combustibles fossiles et l'énergie nucléaire. En outre, les aides sociales sont réduites : 12 millions de personnes pourraient perdre l'accès à Medicaid et au programme d'aide alimentaire SNAP.

En revanche, les dépenses consacrées à la sécurité et à la défense ont augmenté : 170 milliards de dollars pour la sécurité des frontières et 150 milliards de dollars pour la défense.

Au total, les réductions d'impôts devraient coûter 4 500 milliards de dollars sur dix ans, pour seulement 1 500 milliards de dollars d'économies de dépenses, ce qui augmenterait donc la dette de plus de 3 000 milliards de dollars.

« 12 millions de personnes pourraient perdre leur accès au Medicaid et au programme d'aide alimentaire SNAP. »

Le « big beautiful bill » devrait alourdir la dette américaine de plus de 3 000 milliards de dollars d'ici 2034



Source : Amundi Investment Institute, CBO. Données au 1er juillet 2025.

Un coup de pouce budgétaire inutile

Si les baisses d'impôts de 2017 n'avaient pas été prolongées, l'économie américaine aurait connu un net resserrement de sa politique budgétaire l'année prochaine.

En comparant cette nouvelle situation à un scénario dans lequel aucune loi n'avait été votée, certaines organisations surestiment l'impact de l'OBBBA sur la croissance du PIB. En effet, ils raisonnent en termes de différence par rapport à un scénario de référence dans lequel les impôts auraient augmenté par rapport à 2024. Cela aurait eu un impact récessif. Cet optimisme excessif quant à l'impact économique est particulièrement évident dans les estimations officielles (du Congressional Budget Office ou du Council of Economic Advisers). Cependant, tous les experts avaient déjà supposé que les réductions d'impôts antérieures seraient prolongées.

En pratique, il est difficile de démêler l'impact des baisses d'impôts de 2017, devenues pérennes, de celui des mesures supplémentaires annoncées. Ces dernières sont très diverses et les modèles macroéconomiques ne sont pas conçus pour prendre en compte leurs effets. Au final, tout dépendra des multiplicateurs budgétaires. En règle générale, on estime que les mesures budgétaires ciblant les revenus plus faibles ont un effet multiplicateur beaucoup plus élevé que celles ciblant les revenus plus élevés.

Cependant, le timing est crucial. Si les baisses d'impôts entrent en vigueur immédiatement (certaines étant même rétroactives au 1er janvier 2025), les baisses prévues des dépenses sociales ont été reportées au 1er octobre 2026. Cela stimulera automatiquement l'activité économique au S2 2025 et au-delà.

Les deux quintiles de revenus les plus élevés, qui représentent plus de 60 % de la consommation des ménages, bénéficieront pleinement des nouvelles mesures. Les ménages les plus aisés bénéficieront principalement de la prolongation des réductions d'impôts et des nouvelles déductions SALT. Les autres mesures profiteront davantage à la classe moyenne. À l'inverse, les ménages les plus modestes subiront des pertes importantes en termes de prestations, mais pas avant octobre 2026. En parallèle, les entreprises bénéficieront du retour de l'allègement fiscal immédiat de 100 % sur les investissements, ce qui devrait temporairement stimuler l'investissement et l'emploi, notamment du côté des PME.

« Les réductions d'impôts entrent en vigueur immédiatement, tandis que les réductions des dépenses sociales sont reportées à fin 2026, soutenant l'activité économique jusqu'en 2025. »

Les effets multiplicateurs ne seront donc, dans un premier temps, que positifs. De manière générale, nous estimons que les réductions d'impôts supplémentaires adoptées dans le cadre de l'OBBA pourraient accroître le PIB américain de 0,2 point de pourcentage au cours des prochains semestres (S2 2025 et S1 2026), toutes choses étant égales par ailleurs. Sans oublier la possibilité d'avancer certaines dépenses de sécurité et de défense avant les élections de mi-mandat.

Mais, cette relance budgétaire financée par la dette n'était pas judicieuse. Après tout, il n'y avait aucune raison de stimuler une économie qui fonctionnait à plein régime depuis deux ans. Cela dit, les mesures de relance ne compenseront que partiellement l'effet des droits de douane, qui pourrait être considérablement alourdi au cours de l'été.

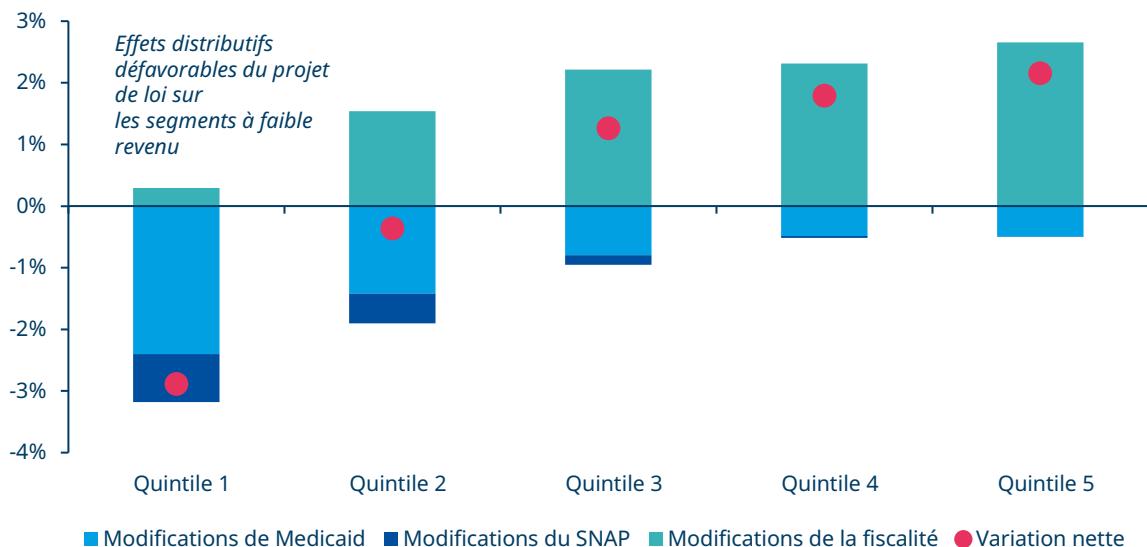
Une politique très régressive à moyen terme

Ce paquet de mesures ne sera pas durable. À moyen terme, les coupes sociales massives exacerberont les inégalités et pourraient entraîner la perte de quelque 1,2 million d'emplois. La reprise de la demande ne sera donc que de courte durée ; la perte de soutien aux groupes vulnérables finira par l'emporter sur l'augmentation de la demande découlant des réductions d'impôts. En outre, le coût budgétaire sera considérable : la dette continuera d'augmenter au cours de la prochaine décennie et pourrait atteindre jusqu'à 130 % du PIB d'ici 2034. Cette augmentation de la dette est susceptible de faire grimper la prime de terme sur les titres du Trésor à long terme, ce qui aurait pour effet de resserrer les conditions financières. Sans compter qu'une politique budgétaire expansionniste complique la tâche de la Fed en lui donnant moins de raisons de baisser ses taux directeurs.

En donnant la priorité à la « relance » à court terme et en reportant la mise en œuvre de mesures impopulaires déjà approuvées, l'administration américaine fait un calcul politique. Celui-ci devrait notamment lui permettre de maximiser ses chances de conserver le contrôle de la Chambre des représentants en novembre.

Les bonnes performances économiques ne doivent donc pas occulter le coût exorbitant de l'OBBA et ses effets sociaux négatifs à moyen terme, car, en définitive, nous pensons qu'il représente une menace supplémentaire pour l'avenir de la puissance économique américaine.

Estimation des effets des principales dispositions fiscales et budgétaires du projet de loi de réconciliation amendé du Sénat (avec la proposition de Scott), 2026-2034



Source : Amundi Investment Institute, The Budget Lab à Yale. Le périmètre d'estimation est constitué des unités fiscales non dépendantes, y compris les non-déclarants. Les seuils des centiles de revenu sont calculés uniquement à partir des revenus positifs. Le revenu après impôt et transfert est calculé comme suit : revenu brut ajusté (AGI) plus déductions, intérêts non imposables, revenus de pension non imposables (y compris les prestations d'assurance vieillesse et survivants), pertes en capital non déductibles, charges sociales patronales, héritages, prestations Medicaid et prestations SNAP. Les seuils des centiles de revenu brut ajusté sont calculés en fonction des revenus positifs uniquement. Données au 30 juin 2025.

« Les mesures de relance ne compenseront que partiellement l'effet des droits de douane, qui pourrait être considérablement alourdi au cours de l'été. »

THÈME DU MOIS

L'incertitude tarifaire plane à la veille des échéances du mois d'août

RÉDACTEURS

ALESSIA BERARDI
RESPONSABLE
STRATÉGIE MACRO,
MARCHES EMERGENTS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

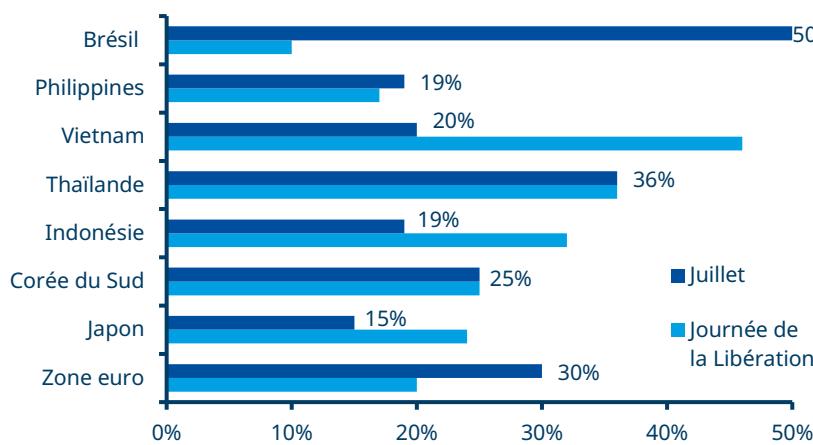
En juillet, l'administration américaine a surpris en annonçant des droits de douane plus élevés que prévu pour certains de ses principaux partenaires - notamment 30 % pour l'Europe et 50 % pour le Brésil - tout en prolongeant la période de suspension des droits de douane jusqu'au 1er août. En ce qui concerne les droits de douane prévus par l'administration pour la Chine, les choses devraient se préciser à la mi-août. Par ailleurs, les récentes lettres tarifaires contiennent, explicitement ou implicitement, une clause imposant des droits de douane plus élevés sur le transbordement. Par exemple, les cargaisons d'origine vietnamienne considérées comme des marchandises transbordées seront soumises à des droits de douane de 40 %, soit le niveau actuel appliqué à la Chine. Bien que les niveaux définitifs des droits de douane restent très incertains, il est utile de commencer à en évaluer l'impact sur la croissance par le biais des canaux commerciaux entre les pays.

L'Asie est particulièrement touchée. Malgré les difficultés liées à l'application des droits de transbordement, les petites et moyennes économies ouvertes de la région risquent d'importantes répercussions sur leur croissance, car elles affichent certains des taux de droits de douane les plus élevés des nouvelles lettres d'intention. La situation reste toutefois fluide. L'Indonésie en est un bon exemple, puisqu'elle a vu ses droits de douane passer de 32 % à 19 % à la suite d'un accord visant à abaisser ses propres tarifs douaniers sur les produits en provenance des États-Unis et à réduire son excédent commercial. Le Japon est également parvenu à un accord quelques jours après les élections à la chambre haute, ramenant ses droits de douane de 25 % à 15 %.

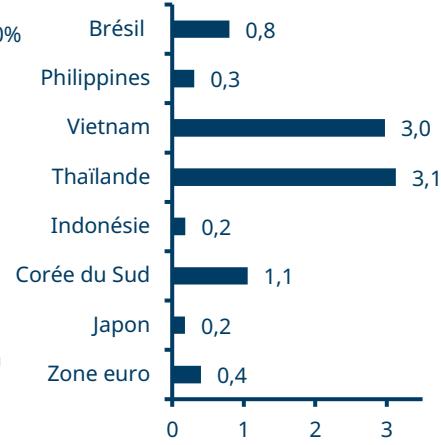
Concernant l'Europe, la mise en place de droits de douane plus élevés à partir du 1er août devrait entraîner une contraction de l'activité économique, réduisant potentiellement la croissance de 0,3 % à 0,4 % supplémentaires par l'intermédiaire du commerce entre le second semestre 2025 et le premier semestre 2026.

Avec les dernières lettres tarifaires, le taux effectif moyen des droits de douane américains devrait passer de 15 % actuellement à une fourchette de 17 % à 20 %. Cela pourrait avoir un impact négatif sur le PIB américain d'environ 0,4 % et augmenter le taux d'inflation sous-jacent des dépenses de consommation personnelle d'environ 0,2 %. En ce qui concerne l'inflation globale, en l'absence de représailles significatives, de perturbations persistantes des chaînes d'approvisionnement et de tendances monétaires faibles, la dynamique des prix devrait rester contenue en raison de l'affaiblissement de la demande.

L'incertitude tarifaire revient avec l'Asie en ligne de mire – taux tarifaires, %



Baisse du PIB pour une hausse de 10 % des droits de douane



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 23 juillet 2025. Note : la mise en œuvre des droits de douane annoncés vers le début du mois de juillet 2025 a été officiellement repoussée au 1er août 2025. Note 2 : Les droits de douane appliqués actuellement excluent les exemptions sectorielles.

THÈME DU MOIS

Les obligations face à la réalité budgétaire



Avec l'entrée en vigueur du One Big, Beautiful Bill Act (OBBBA), les marchés obligataires sont confrontés à des défis liés à la hausse des taux, à l'augmentation de la dette et à l'évolution des flux de capitaux. En nous appuyant sur les conclusions de l'[Amundi World Investment Forum](#) (AWIF) et sur les dernières évolutions, nous mettons en exergue les principaux thèmes à surveiller pour les investisseurs obligataires.

Bras de fer : moteurs séculaires vs réalités budgétaires

Qu'est-ce qui dicte les taux à long terme ? Les moteurs à long terme ont toujours été la démographie et la productivité. Or ces variables semblent annoncer un retour à des taux réels structurellement plus bas. Les taux réels américains avant la crise financière de 2008 étaient d'environ 1 à 1,5 %, suivis d'un point bas post-crise de 0,5 %. Ils devraient désormais revenir à leurs niveaux d'avant la crise au cours de la prochaine décennie.

Toutefois, ce scénario à long terme est confronté à des vents contraires. Le niveau élevé de la dette publique (qui devrait atteindre 113 % du PIB dans les économies avancées et plus de 80 % dans les marchés émergents d'ici la fin de la décennie) représente un risque haussier important pour les rendements. Pendant plus d'une décennie, les banques centrales ont comprimé les rendements par le biais de l'assouplissement quantitatif. Mais ce régime est en train de prendre fin. Alors que le resserrement quantitatif s'installe, les investisseurs exigent une meilleure rémunération pour l'inflation et le risque budgétaire.

C'est le cas des États-Unis, où le ratio dette/PIB devrait atteindre 128 % d'ici 2030, ce qui alimente les inquiétudes quant à la viabilité de la dette et à la discipline budgétaire. Cela a entraîné une hausse des taux à long terme, entraînant une dislocation importante des rendements des bons du Trésor à 30 ans par rapport à notre propre modèle macroéconomique de juste valeur. Au-delà de l'augmentation de la dette américaine de 3 300 milliards de dollars (compensée de manière marginale par des recettes tarifaires annuelles de 200 à 300 milliards de dollars), la plus grande préoccupation est que le dosage de la politique budgétaire américaine pourrait rester défavorable, réduisant la capacité de la Réserve fédérale (Fed) à plafonner les taux d'intérêt à long terme par le biais de la gestion de son bilan.

RÉDACTEURS

FEDERICO CESARINI

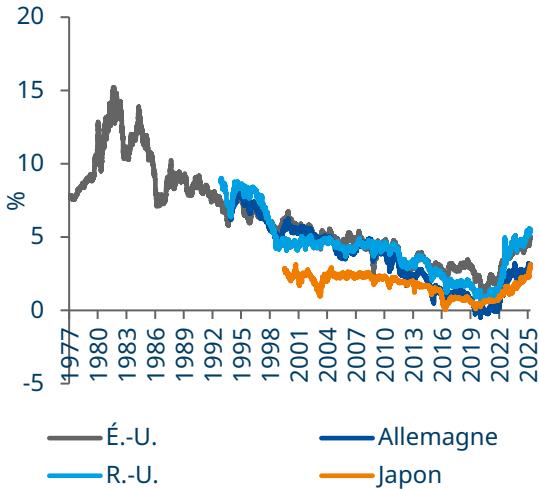
RESPONSABLE STRATÉGIE DEVISES MD

SILVIA DI SILVIO

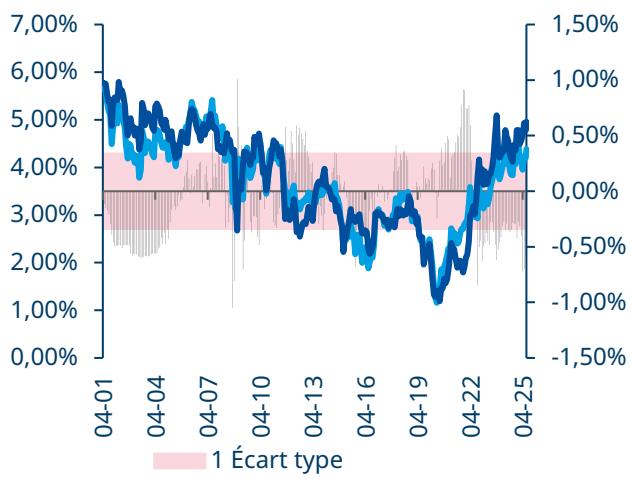
STRATÉGISTE CROSS ASSET SENIOR

« Sous le nouveau régime fiscal, la sensibilité des investisseurs à la qualité de la dette américaine demeure et il devient difficile de déterminer la juste valeur du segment à long terme de la courbe. »

Les obligations d'État à 30 ans ont atteint leur plus haut niveau en plusieurs décennies



Dislocation mensuelle du 30 ans américain



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg.
Données au 22 juillet 2025.

Source Amundi Investment Institute juste valeur (JV). Données au 15 juillet 2025.

Les marchés se concentrent actuellement principalement sur l'impact de la dette, mais la gestion du bilan de la Fed sera cruciale. Un véritable assouplissement quantitatif est peu probable au cours de l'année à venir, toutefois les réserves de la Fed s'approchent de la limite inférieure de ce qui est considéré comme « ample », ce qui pourrait nécessiter des achats de gestion des réserves d'ici le milieu de l'année prochaine, contribuant ainsi indirectement à la dynamique de l'endettement. Lors de notre session de discussion sur les titres obligataires à l'AWIF, nous avons demandé aux participants ce qu'ils attendaient de la Fed : la majorité d'entre eux s'attend à une légère détente des taux - toujours dans un territoire légèrement restrictif - et prévoit que la Fed s'approche de la fin du QT, avec la possibilité d'une nouvelle expansion de son bilan.

Les marchés développés également examinés sous l'angle budgétaire

Les rendements des bons du Trésor américain offrent actuellement des rendements nominaux et réels historiquement attractifs, en particulier dans un monde où la croissance nominale est attendue entre 3,5 et 4,5 %, ce qui en fait une source de revenu vitale pour les investisseurs internationaux en dollars. Toutefois, la crédibilité budgétaire devient un facteur de différenciation essentiel. Les marchés examinent de près la dette souveraine des économies développées et non plus seulement celle des économies émergentes. Selon nous, les rendements des gouvernements qui semblent trop accommodants sur le plan budgétaire (comme le Royaume-Uni ou les États-Unis) continueront de subir des pressions sur le segment à long terme de la courbe.

Diversification mondiale au-delà du marché américain

Les investisseurs remettent de plus en plus en question leur forte exposition aux États-Unis. En outre, compte tenu de l'évolution des structures de corrélation et du risque d'affaiblissement structurel du dollar (voir l'encadré ci-dessous), les investisseurs réévaluent leurs stratégies de couverture. Lorsque les couvertures sont trop chères, ils privilégient de plus en plus des opportunités de diversification. La recherche de diversification mondiale suscite de l'intérêt pour les emprunts d'État européens (comme le montre également l'enquête de l'AWIF) ainsi que pour l'Asie-Pacifique et les marchés émergents.

Dans ce contexte, il convient d'adopter une approche plus active et plus diversifiée des titres obligataires, afin de trouver un équilibre entre les tendances séculaires à long terme et les risques budgétaires et monétaires croissants.

Résultats de l'enquête

Amundi World Investment Forum

Quelles sont, selon vous, les prochaines mesures de la Fed ?

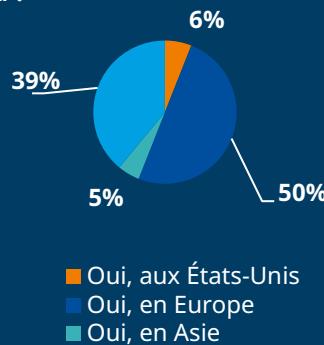
Hausse des taux d'intérêt **3 %**

Maintien inchangé des taux d'intérêt, mais fin du QT **37 %**

Baisse des taux d'intérêt au-dessus de la neutralité et mise en place d'un QE **54 %**

Baisse des taux d'intérêt en dessous de la neutralité et mise en place d'un QE **6 %**

Prévoyez-vous d'augmenter votre exposition obligataire, et si oui, où ?



Dollar américain : changement structurel en cours ?

Comme nous l'avons également souligné dans nos [Perspectives de mi-année](#), le comportement récent du dollar américain défie les tendances historiques. Traditionnellement, les taux d'intérêt élevés aux États-Unis et la hausse des primes de terme ont soutenu un dollar fort, en particulier lors des phases de correction des marchés actions. Toutefois, depuis le « Jour de la libération », le dollar s'est dissocié de ces dynamiques, ne parvenant pas à se renforcer dans un contexte de pressions vendeuses sur les bons du Trésor. Trois facteurs sous-tendent cette évolution :

- 1 Risques budgétaires croissants** : Le coût de la nouvelle dette américaine est de plus en plus injustifiable, l'augmentation de la dette générant moins de richesse et une richesse de plus en plus concentrée.
- 2 Liquidité USD abondante** : La détentio

Vision à moyen terme du dollar : Tout en tenant compte de la volatilité à court terme, nous anticipons une tendance baissière du dollar en raison des besoins de financement élevés et de l'appétit réduit des investisseurs étrangers. La juste valeur moyenne actuelle du DXY est inférieure à 90 (1,23 pour la paire EUR/USD), mais une Fed plus accommodante et/ou une réallocation plus rapide des capitaux pourrait accentuer les pressions baissières. Historiquement, le dollar américain a parfois sous-performé sa juste valeur avant de rebondir.