

Les banques centrales face à l'envolée des taux longs



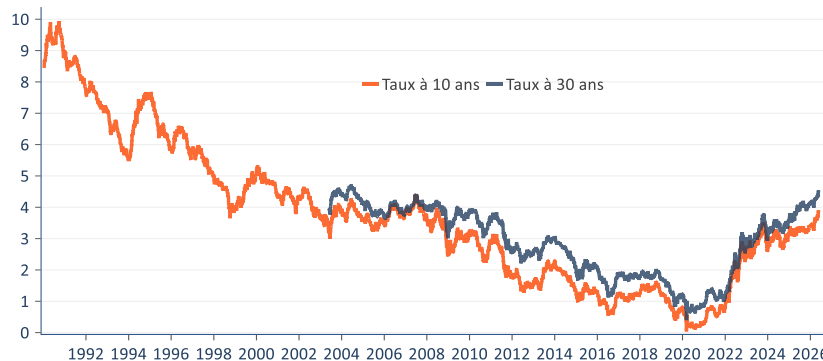
V. Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

22 mai 2026

Les tensions renouvelées sur les taux de financement de ces dernières semaines ont remis la question au cœur des préoccupations de marché. Après une année 2025 de relatif apaisement, les rendements à dix ans des obligations d'État ont renoué avec la tendance haussière qui était la leur entre 2021 et 2024, comme le laissait pressentir l'ascension sans répit de leurs équivalents à très long terme, à 30 ans notamment. Les taux longs ont, ainsi, retrouvé dans le courant du mois de mai des niveaux qu'ils n'avaient plus connus depuis presque un quart de siècle. Jusqu'où peut aller ce mouvement est incertain mais une chose est sûre, les arguments en faveur de leur renchérissement persistant ne manquent pas, à court terme, ainsi que détaillé dans notre [HDV du 8 mai](#), comme à plus long terme, dans un monde aux ressources saturées, confronté à des ruptures démographiques qui exacerbent les déséquilibres entre capacités et besoins de financement.

TAUX MOYEN DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ET 30 ANS DES PRINCIPAUX PAYS DÉVELOPPÉS*



Sources : RichesFlores Research, Macrobond *Moyenne T-Notes/T-Bond, JGB, Bund, Gilt, GoC



Comment les banques centrales appréhendent-elles ce changement d'environnement ?

Ces dernières ne sont pas des plus prolixes sur le sujet mais on peut légitimement penser qu'elles observent de très près ces développements. Or, il existe de nombreuses façons d'appréhender ce nouvel environnement, avec des incidences potentiellement majeures sur la gestion des politiques monétaires et des conséquences concrètes sur les perspectives économiques et financières, qui valent largement qu'on y prête attention.

D'une interprétation à l'autre, un large spectre de réponses des banques centrales à la hausse des taux

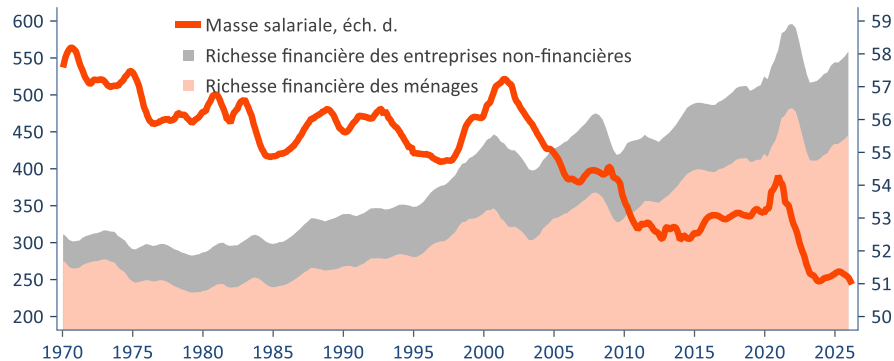
L'évolution du niveau des taux longs est au moins aussi importante que celle des taux directs sur la vie économique et financière, surtout quand les dettes et besoins de financement sont aussi élevés qu'aujourd'hui. Leur hausse pourrait donc être perçue comme se substituant à celle des taux directs et réduire, toutes choses égales par ailleurs, leur niveau considéré comme celui d'équilibre par les banques centrales.

Une telle conclusion est pourtant assez contradictoire avec l'idée qui prévalait jusqu'alors qu'une bonne gestion monétaire est censée offrir aux banques centrales la capacité de maîtriser les évolutions de la courbe des taux qui, aujourd'hui, semble leur échapper. Cette perception pourrait inciter les banques centrales les plus « orthodoxes » à privilégier une stratégie de reprise en mains, qui consisterait, à l'inverse de l'hypothèse précédente, à plus de rigueur monétaire, synonyme d'une hausse du niveau considéré comme celui d'équilibre des taux directs.

La désinflation et la désescalade des taux d'intérêt des décennies 1990 à 2020 a souvent été attribuée à la réussite de la stratégie d'indépendance des banques centrales qui s'est imposée aux pays développés il y a une quarantaine d'années. De là à considérer que la hausse des rendements de long terme est le reflet de la perte du crédit qui leur était jusqu'à présent rattaché il n'y a qu'un pas que des observateurs de plus en plus nombreux n'ont pas hésité à franchir avec la multiplication des pratiques quantitatives de la décennie écoulée et, plus encore, avec le retour de D. Trump au pouvoir.

Les banques centrales ont-elles pour autant les moyens de renouer avec une stricte indépendance dans le contexte en présence ? Une réponse par l'affirmative est de moins en moins facile à formuler. Il est probable, en effet, que pour véritablement faire barrage aux tensions sur les taux longs, les banques centrales devraient assumer des politiques monétaires à bien des égards insupportables, aux conséquences ravageuses, que le contexte en présence d'un monde hyper-financiarisé, n'autorise plus au contraire de celui des années Volcker. Dès lors, **les politiques de contrôle de la courbe des taux, pratiquées au Japon et de manière plus flexible et plus ponctuelle par la Fed depuis 2011, finiront-elles par s'imposer au plus grand nombre ?**

RICHESSSE FINANCIÈRE VS MASSE SALARIALE EN % DU PIB AMÉRICAIN



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

K. Warsh, semble en prendre la direction en ciblant un possible remaniement du bilan de la Fed qui viserait à le délester des obligations à longue échéance à la

faveur de bons du Trésor à court terme. Une telle stratégie, potentiellement consolidée par des baisses des taux directeurs, assurerait des conditions de financement plus avantageuses au Trésor américain. À quel prix, cependant, pour les anticipations d'inflation, la valorisation du marché des Treasuries et les fonds de retraite américains ?

On l'aura compris, le manque de visibilité sur l'attitude des banques centrales à l'égard de la courbe des taux suscite de nombreuses interrogations, qui conditionnent à bien des égards l'instabilité des anticipations et la volatilité des marchés de taux. Quelles sont aujourd'hui les options envisageables et leurs possibles implications ?

Hausse des taux : de l'accident de parcours à la question de la crédibilité

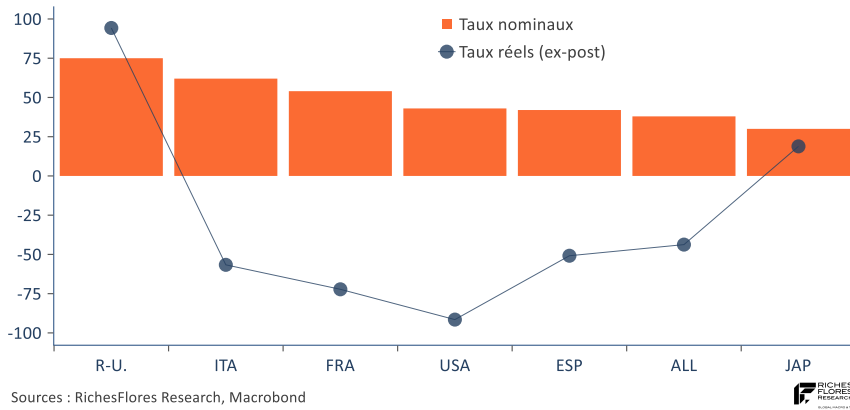
De nombreux observateurs considèrent aujourd'hui que les tensions en présence sur les marchés de taux ne sont ni plus ni moins que le reflet du regain d'inflation consécutif à la guerre en Iran. Une telle approche minimise la portée de la hausse récente des taux longs et conduit, généralement, à penser que le repli des cours du pétrole, une fois le conflit terminé, ramènera l'inflation et ces derniers à des niveaux plus supportables.

Cette interprétation s'inscrit dans la poursuite de celle des marchés, qui considéraient, il y a encore peu, l'inflation comme vaincue et envisageaient que les banques centrales trouveraient encore des marges de détente de leurs politiques monétaires cette année et l'an prochain. Ce consensus a conduit jusqu'au mois de mai à observer les tensions sur les taux longs comme un phénomène transitoire, assimilé à un résidu de l'inflation des années 2021-2023.

Les défenseurs de cette lecture sont encore relativement nombreux, ce qui n'est pas plus mal, puisqu'ils participent indirectement à temporiser les tensions que pourraient provoquer une interprétation plus fondamentale de ce qui se passe sur les marchés de taux. Ils incitent, par ailleurs, à envisager le maintien des fonctions de réaction traditionnelles, qui, en dehors des pratiques bilancielles non conventionnelles, attribuent peu de place à la partie longue de la courbe des taux de rendement dans la détermination des taux directeurs.

Cette approche est défendable à brève échéance, notamment parce que, si les taux s’envolent, leur contrepartie réelle s’est, au contraire, souvent affaïssée avec le rebond de l’inflation de ces deux derniers mois. Sauf au Royaume-Uni, où l’inflation du mois d’avril a été tirée vers le bas par les effets de base de la hausse des tarifs réglementés de l’énergie d’avril 2025, les taux d’intérêt à 10 ans, corrigés de l’inflation ont, fortement reflué en Europe et aux Etats-Unis depuis le mois de février. Il s’agit d’une différence de taille qui permet aux emprunteurs, États comme entreprises, de mieux supporter un renchérissement des taux nominaux. Tel n’est pas le cas au Japon, cependant, où la sagesse de l’inflation jusqu’ici (publiée ce jour à 1,4 % l’an pour le mois d’avril, après 1,5 % en mars) a, en l’occurrence, l’effet inverse.

EVOLUTION DES TAUX DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS DEPUIS LE 28 FÉVRIER, EN PB



L’argumentaire qui précède est, malgré tout, assez peu convaincant en cas de persistance des tensions sur les taux à terme. En particulier parce qu’il laisse bien peu de place à la perception que se font les banquiers centraux de la crédibilité de leur politique, qu’ils mesurent le plus souvent à travers les anticipations d’inflation des marchés et les primes de risque. Cette différence peut radicalement modifier la réaction des politiques monétaires à des tensions sur les taux longs.

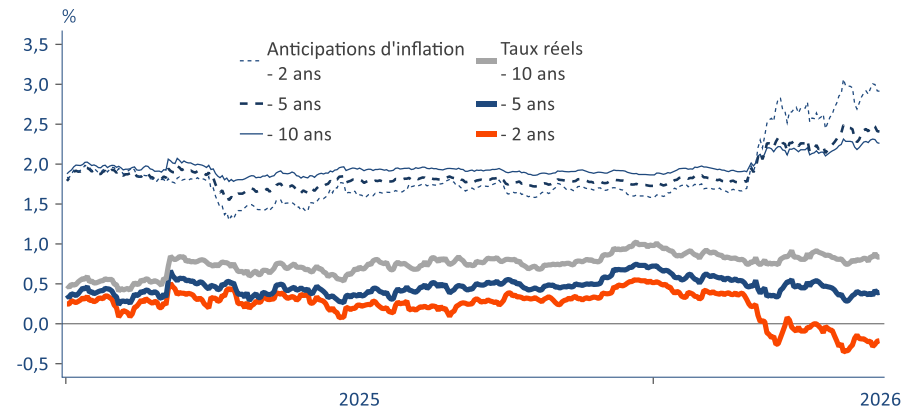
Une hausse des taux, perçue comme un signe de perte de crédibilité, a beaucoup plus de chances, en effet, d’interférer sur la politique monétaire qui cherchera à

rétablir la confiance dans sa capacité à remplir son mandat, le cas échéant, par un durcissement plus marqué que ce qu’elle aurait décidé sans ce signal.

Toutes les banques centrales n’ont, cependant, pas la même sensibilité à ce qu’elles considèrent comme des critères de crédibilité.

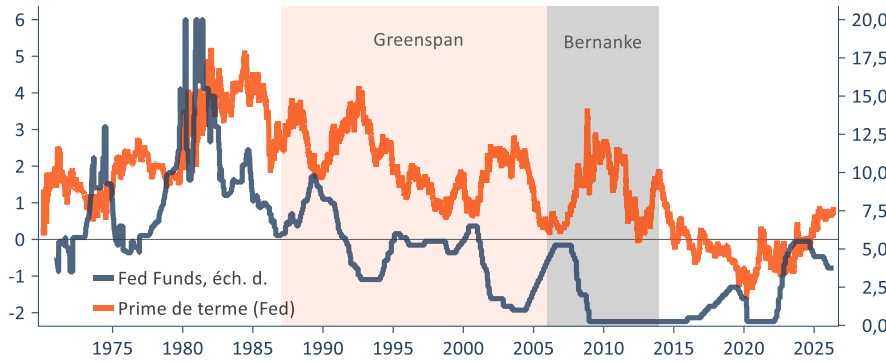
La BCE y est particulièrement sensible et surveille, à ce titre, de très près les anticipations implicites d’inflation, conformément à son mandat particulièrement réducteur. La situation souveraine des pays de la zone euro l’oblige sans doute également à une plus grande vigilance à l’égard de chacun des éléments qui participent à la formation des taux longs, dont font partie les anticipations d’inflation. Ces dernières se sont notablement tendues ces derniers temps mais à horizon relativement court, de sorte que les taux implicites réels à deux ans ont basculé en territoire négatif. Ce constat ne porte pas préjudice à sa crédibilité de long terme. **La BCE ne tolérerait probablement pas, en revanche, que de telles évolutions se diffusent aux échéances de plus long terme et pourrait durcir beaucoup plus sévèrement ses conditions monétaires si les taux réels à 5 et 10 ans suivaient la trajectoire des taux à deux ans, avec une inflation d’ores et déjà très supérieure à son objectif de 2 %.**

ANTICIPATIONS D'INFLATION ET TAUX IMPLICITES RÉELS SUR LE MARCHÉ DES SWAPS EN ZONE EURO



La Fed est traditionnellement moins sensible que la BCE à ces critères de crédibilité. L'institution américaine n'a pas besoin de travailler à une réputation qu'elle a acquise de longue date et peut plus facilement légitimer ses décisions, dès lors que son mandat répond au double objectif de la stabilité de l'inflation et du plein emploi. Elle s'est d'ailleurs régulièrement affranchie des messages renvoyés par de la courbe des taux ou les primes de risque, en particulier sous l'ère Greenspan et Bernanke.

PRIME DE TERME DES OBLIGATIONS À 10 ANS AMÉRICAINES ET FED FUNDS

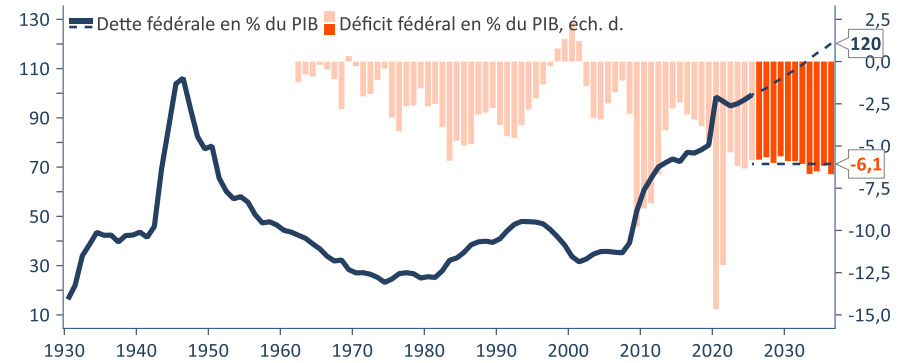


Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Qu'en sera-t-il sous la présidence de K. Warsh est incertain, fonction de sa capacité à préserver l'indépendance de la politique monétaire par rapport à l'exécutif. Malgré tout, le contexte en présence est en mesure de réduire considérablement sa capacité à aller dans la direction jusque-là pressentie sans prendre de grands risques de tensions incontrôlables sur la partie longue de la courbe des taux, qu'inspire le mixte d'une baisse des taux directeurs et d'une réduction du bilan de la Fed, dans un contexte de dérive persistante de la dette publique.

DETTE ET DÉFICITS PUBLICS AMÉRICAINS ET PROJECTIONS DU CBO*



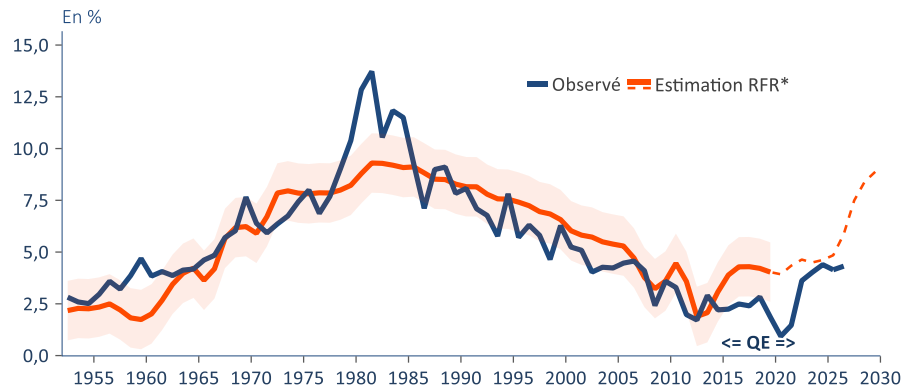
Sources : RichesFlores Research, Macrobond *Congressional Budget Office

Du phénomène conjoncturel au renchérissement structurel des taux de financement

La gestion d'un contexte de tensions des taux longs est donc loin d'être évidente, susceptible de créer des distorsions d'ampleur entre les différentes banques centrales, au prix d'une plus grande instabilité des taux d'intérêt, elle-même source de tensions accrues sur les primes de risques et de perturbations économiques et financières récurrentes.

Or, de telles difficultés s'accroîtront forcément si, comme le suggèrent de nombreux indices, les tensions récentes préparent le terrain à un mouvement durable de renchérissement des conditions de financement : incapacité à maîtriser les dettes publiques, raréfaction des matières premières et fragmentation internationale pointent tous vers un risque majeur de tensions durables des taux à long terme, sur fond et vieillissement démographique accéléré aux conséquences aggravantes, contrairement à une idée reçue (voir [Le vieillissement démographique : une garantie de taux bas ou de QE à l'infini ?](#) de 2019, dont nous reproduisons ci-dessous l'estimation actualisée de la relation entre le changement de structures démographiques et le niveau des taux aux Etats-Unis).

ESTIMATION DES TAUX À 10 ANS AMÉRICAINS SUR UNE BASE DÉMOGRAPHIQUE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Est. sur la base du taux de dépendance des plus de 65 ans et du rapport de la population à fort potentiel d'épargne sur la population désépargnante, 1950-2019, R2=0,75

Une telle perspective est assez largement incompatible avec les conditions d'endettement structurel des économies développées qui se profile et risque de largement dépasser les marges de manœuvre des politiques monétaires conventionnelles.

Face à des taux durablement élevés pour des raisons structurelles, deux options se présentent :

- Une préférence pour l'inflation, seule à même de contenir le coût réel de la hausse des taux sur la dette.
- Le retour des pratiques de quantitative easing, loin d'avoir d'ailleurs disparu.

Cette dernière hypothèse s'impose assez spontanément et séduit de nombreux investisseurs. Source de préservation d'un équilibre précaire, elle paraît la plus plausible à horizon, sinon des mois à venir, du moins de quelques trimestres. Reste, néanmoins :

- que l'efficacité des politiques quantitatives a montré ses limites dans leur capacité à garantir un bas niveau des taux longs, notamment dans un contexte de chocs d'offre vraisemblablement récurrents à venir, comme l'illustre le cas du Japon ces derniers temps.

- Que leur coût pourrait devenir rapidement insupportable pour les États en cas de hausse, malgré tout, persistante, des taux d'intérêt, via les pertes que ces dernières occasionneraient sur la valeur des actifs détenus par les banques centrales.

Manifestement, les banques centrales devront faire preuve d'inventivité pour tenter de contrer une tendance qui semble à bien des égards les dépasser et être en mesure de contrer les forces inflationnistes qui se profilent.

Rappel des publications récentes

SUR LE VIF - [Enquêtes INSEE et IFO, une amélioration en trompe l'œil](#), 22 mai

SUR LE VIF - [Récession à l'horizon après les PMI](#), 21 mai

SUR LE VIF - [L'inflation en Europe, une histoire au cas par cas](#), 20 mai

HDV - [L'inflation tourne au rouge vif, la volatilité des changes suit : où sont les risques?](#), 15 mai

HDV - [Les taux longs peuvent-ils échapper à un renchérissement d'ampleur ?](#) 8 mai

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research 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 protégée par le fait que RichesFlores Research 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 RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research 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 RichesFlores Research

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

Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com