

Les taux longs peuvent-ils échapper à un renchérissement d'ampleur ?



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

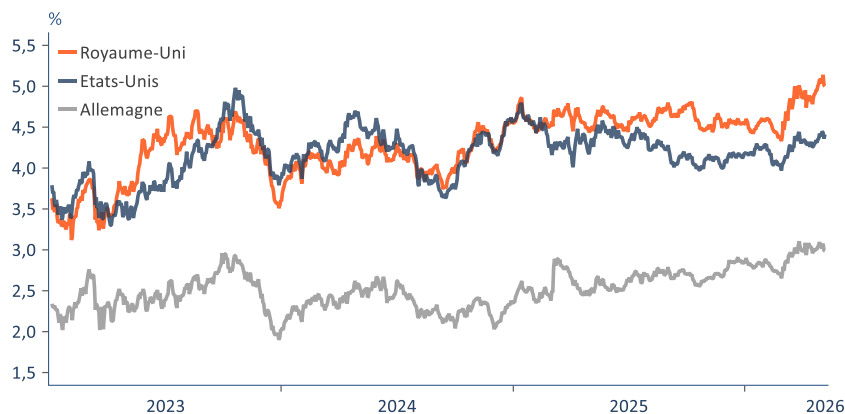
Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

8 mai 2026

Le diagnostic a rarement occupé une place aussi importante dans l'élaboration des perspectives, tout à la fois économiques et financières. Les taux de financement à long terme sont-ils promis à remonter ou peuvent-ils encore échapper à une hausse substantielle ? Malgré le regain de tensions de ces derniers jours, le sujet divise, tant parmi les économistes qu'entre ces derniers et les investisseurs, au point de faire vaciller les convictions des plus convaincus.

Notre scénario privilégie de longue date et avant le conflit en Iran une remontée des taux de financements internationaux. Y-a-t-il de bonnes raisons de remettre cette perspective en question ?

TAUX À 10 ANS DES EMPRUNTS D'ETAT



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Marchés de taux : l'inflation et le reste

On assimile souvent les perspectives de taux d'intérêt à celles de l'inflation, quand bien même les derniers trimestres ont montré le caractère particulièrement réducteur de cette approche, avec la réapparition de primes de risques (ou primes de terme) aux conséquences de plus en plus importantes sur la formation des taux d'intérêt.

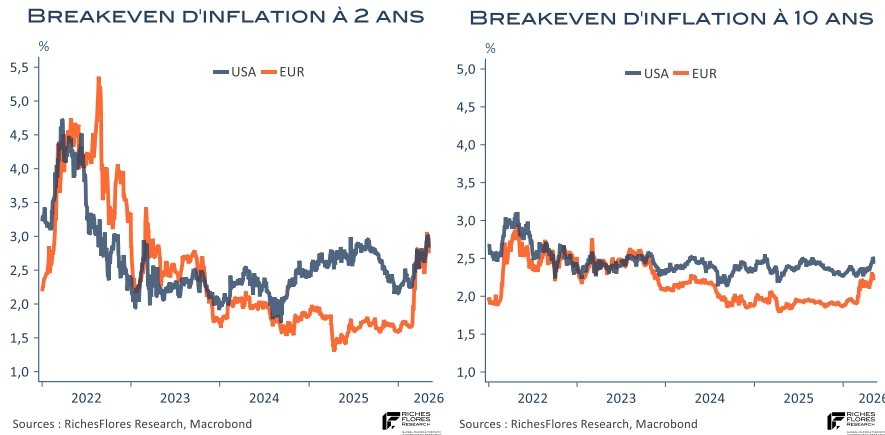
Les taux à terme, rappelons-le, se forment à partir de trois principaux déterminants 1- l'anticipation des taux courts, sur lesquels les banques centrales conservent largement la main 2- l'équilibre offre-besoin de financement, ou épargne-investissement, résultat du comportement des agents privés et publics et des capacités de financement extérieur 3- la perception des risques par les investisseurs qui mobilisent leur capital sur une période longue : c'est la prime de terme, fonction de la qualité de signature de l'emprunteur, du risque d'inflation, enfin, et surtout, de la confiance dans la capacité des banques centrales à maîtriser cette dernière ou à intervenir sur les marchés pour en influencer les prix.

Ce cadre théorique posé, les difficultés commencent car, sur chacun de ces déterminants, visions et arguments s'opposent comme rarement.

Inflation oui, inflation non ?

C'est le premier point d'achoppement entre les marchés et les économistes. À en juger par les anticipations implicites d'inflation des obligations indexées, les premiers semblent avoir exclu du champ des possibles tout scénario de résurgence durable de l'inflation, y compris depuis les débuts du conflit en Iran.

En Europe, où les anticipations se sont le plus tendues, leur correction est sans commune mesure avec l'expérience de 2022. Les tensions se sont concentrées sur les échéances à deux ans pour lesquelles les marchés escomptent une inflation à 3 %, soit moins que son niveau du mois d'avril. Aux Etats-Unis, la correction est plus ténue encore avec un retour des anticipations d'inflation à 2 et 10 ans vers leurs niveaux du milieu de l'année dernière, à respectivement 3 % et 2,5 %.



Il y a plusieurs explications possibles à ce constat.

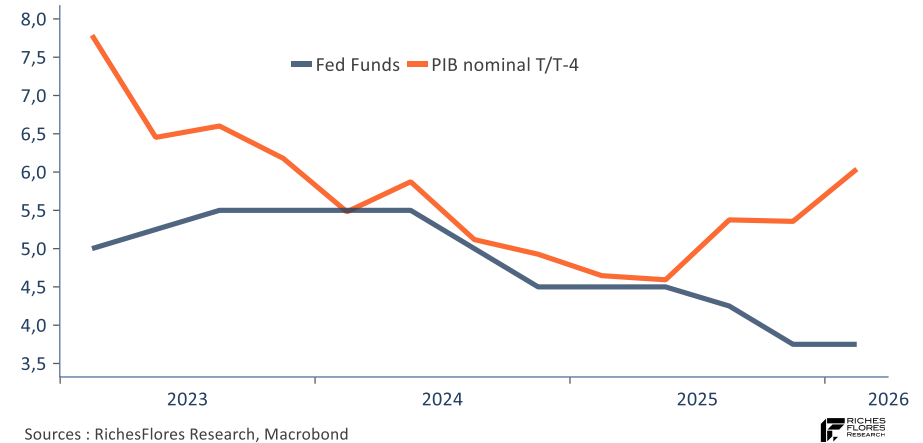
- La première concerne la lecture que les marchés ont de la guerre : à savoir un conflit de relative courte durée, quand bien même plus long qu'initialement envisagé, aux conséquences ponctuelles sur l'économie et l'inflation.
- Plus fondamental, l'argument démographique est également mentionné comme un frein structurel à un retour de l'inflation, potentiellement renforcé par la hausse de l'effort d'investissement actuel, susceptible d'accroître plus encore le rapport du capital par tête d'actif, qui accompagne la moindre croissance ou la baisse de la population active dans un contexte de vieillissement démographique.
- Enfin, le boom de l'IA et ses conséquences escomptées sur la productivité et l'emploi sont des arguments de poids, qui permettent tout à la fois d'envisager que les entreprises absorbent plus facilement des hausses de coûts grâce à des gains de productivité accrus et qu'elles soient moins confrontées à des tensions salariales du fait des pressions à la baisse qu'exerce l'IA sur l'emploi.

Aucun de ces arguments n'est irrecevable et, on le comprend, les combiner peut constituer un socle de conviction d'apparence solide. De nombreuses raisons d'origine conjoncturelle ou structurelle se mettent, pourtant, en travers de la conclusion qui pourrait en découler.

Sur le plan conjoncturel, trois caractéristiques pèsent particulièrement sur ce diagnostic :

1- **Un mixte de politique économique, budgétaire et monétaire, particulièrement accommodant**, fait de hausses importantes des dépenses publiques et de taux directeurs assez largement inférieurs à ce que suggèrent les différentes estimations inspirées de près ou de loin de la règle de Taylor de détermination du niveau approprié des taux directeurs. Difficile de trouver une fonction de réaction monétaire qui valide la justesse de taux directeurs de moins de 4 % avec une croissance du PIB nominal de 6 %, bien partie pour s'accroître davantage au printemps sous le double effet des hausses de prix et de la croissance réelle.

CROISSANCE DU PIB NOMINAL AMÉRICAIN ET FED FUNDS



2- **La guerre en Iran, par l'inflation des dépenses dans la défense et ses conséquences sur les développements technologiques**, joue, à ce titre, un effet démultiplicateur. Un peu comme les politiques de relance post-covid venues enfler la demande qu'une offre contrainte ne permettait pas ou mal de satisfaire,

l'accélération des dépenses militaires et d'infrastructures constitue un vecteur à large spectre de diffusion des tensions sur les prix des entrants et les prix de vente.

3- L'ensemble sur fond de remontée déjà bien avancée des cours des matières premières industrielles avant l'enclenchement du conflit, n'est guère propice à l'amélioration des perspectives d'inflation, quoi qu'il en soit des débouchés du conflit en Iran. Dans le sillage des tensions sur les prix des matières premières industrielles, le spectre d'une montée des prix agricoles et alimentaires est monté en puissance et semble bel et bien en mesure de constituer une nouvelle vague de hausses des prix mondiaux.

Les raisons fondamentales, par ailleurs avancées, sont également très discutables.

- Le vieillissement démographique est-il vraiment un paravent contre l'inflation dès lors qu'il pèse sur les capacités de développement de l'offre mondiale ? Nos analyses passées suggèrent en l'occurrence l'effet inverse à partir du moment où l'Asie, devenue le cœur industriel mondial, vieillit à un rythme accéléré et où la réindustrialisation souhaitée par les pays occidentaux se heurte à des pénuries croissantes de main d'œuvre qualifiée, exacerbées par la multiplication des restrictions migratoires.

- L'IA de son côté, avant d'être, éventuellement, déflationniste est d'abord source de croissance sans précédent de la demande des ressources que le monde a de moins en moins.

- Enfin, vieillissement démographique et raréfaction des ressources ne favorisent pas la libre circulation des marchandises et des ressources qui permettrait, peut-être, d'aborder les années à venir sous un œil moins inquiet. Nous l'avons dit à plusieurs reprises, la guerre des ressources est au cœur des conflits mondiaux en présence et explique à bien des égards la stratégie de D. Trump, comme celle de Xi Jinping. Il fallait être européen pour ne pas intégrer cette réalité à la lecture des développements internationaux de ces dernières années et, de fait, même l'Europe se rend progressivement à l'évidence.

Vu sous cet angle, l'indulgence des marchés à l'égard des risques d'inflation a de quoi surprendre. Que les premiers résultats d'inflation des mois de mars-avril aient été pris pour argent comptant, laissant sur le bas-côté ce que nous ont enseigné

les chocs de prix passés qui mettent toujours plusieurs mois à se diffuser à l'inflation sous-jacente est particulièrement suspect.

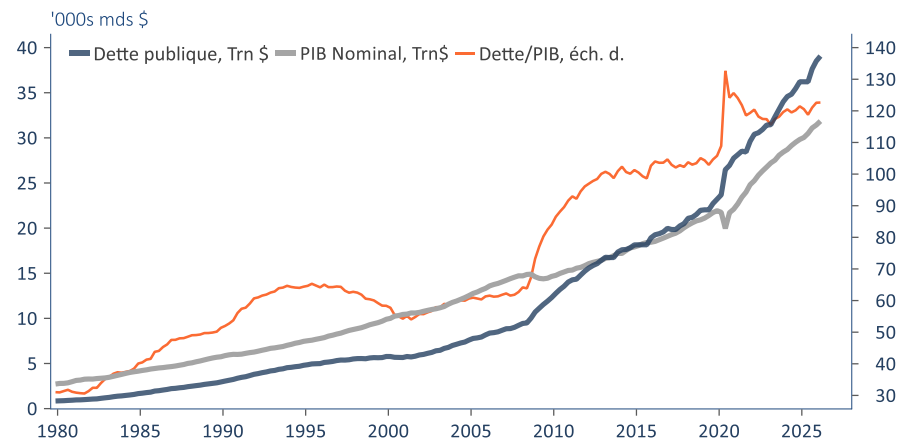
Les banques centrales auront bien du mal à ne pas ajuster le tir de leur politique monétaire, comme elles ont d'ailleurs commencé à le faire, quand bien même le plus souvent sur la pointe des pieds, via notamment le changement de leurs scénarios d'inflation.

Des besoins de financement aggravants

Cette première conclusion pourrait n'avoir que des effets réduits sur la partie longue de la courbe des taux si les risques de tensions sur les capacités de financement et les primes de termes n'interféraient pas. Tel n'est pas le scénario le plus probable, cependant.

Les comptes publics américains, déjà très largement déficitaires ne devraient pas s'améliorer cette année avec, simultanément, l'envolée des dépenses militaires et le coût du Big and Beautiful Budget Act, auxquels s'ajoutent le manque à gagner sur les droits de douane que l'administration doit rembourser et une charge de la dette difficile à contenir malgré la concentration des émissions sur des échéances de très court terme.

DETTE PUBLIQUE ET PIB COURANT AMÉRICAINS

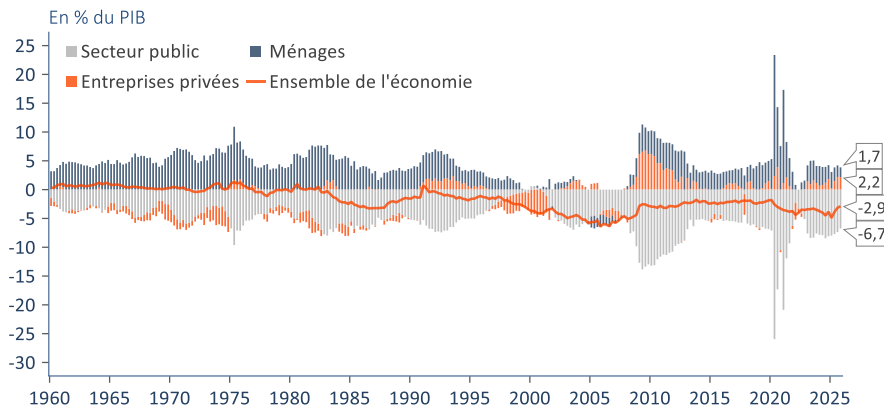


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Or, les capacités de financement domestiques risquent fort de se réduire. Non seulement la politique de l'administration n'est guère favorable à l'épargne des ménages, que l'inflation a, par ailleurs, déjà commencé à sérieusement éroder au mois de mars, mais les capacités de financement en provenance des entreprises risquent fort de disparaître. Ces dernières ont contribué au moins autant que l'épargne des ménages à financer l'économie américaine depuis la crise financière de 2008, avec une capacité nette de financement largement excédentaire jusqu'à la fin de l'année dernière, à hauteur de 2,2 % du PIB, contre 1,7 % s'agissant des ménages. **Or, il fait peu de doute que l'envolée des programmes d'investissement liés à l'IA réduira sensiblement cette ressource, voire, plus probable d'ici 2027, se soldera par l'apparition de besoins nets de financement des entreprises.**

Dit autrement, malgré l'avantage que retire l'économie américaine de ses recettes d'exportations pétrolières ces dernières semaines, la probabilité d'un creusement du déficit des comptes courants est particulièrement élevée.

CAPACITÉ NETTE DE FINANCEMENT PAR SECTEUR INSTITUTIONNELS AUX ETATS-UNIS

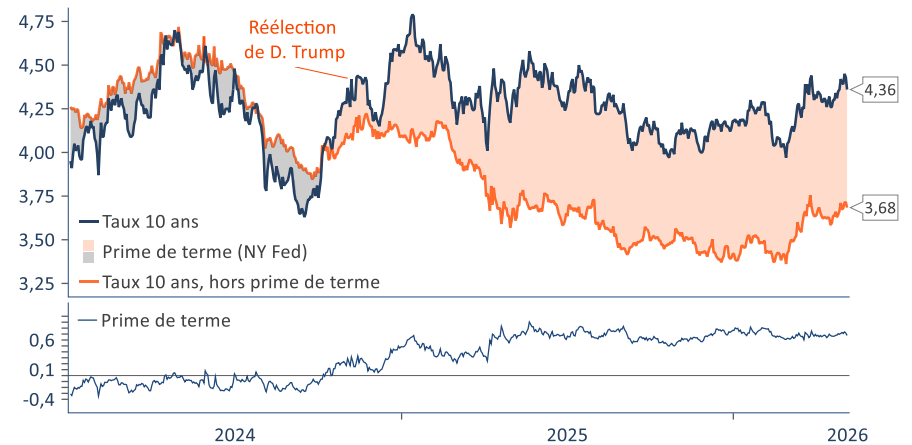


Le recours au financement du reste du monde devrait donc s'accroître, dans un contexte qui est loin d'être le meilleur. Non seulement, en effet, l'économie américaine peine de plus en plus à séduire les investisseurs étrangers mais la

confiance à l'égard de la politique monétaire de la Fed est plus que jamais questionnée à l'approche de l'arrivée de K. Warsh à la tête de l'Institution.

L'accueil favorable de fin janvier à l'annonce de sa nomination pour remplacer J. Powell s'est largement érodé avec l'accélération de l'inflation consécutive à la crise en Iran et les doutes sur sa capacité à préserver l'indépendance de la Fed face aux pressions de l'exécutif se sont multipliés.

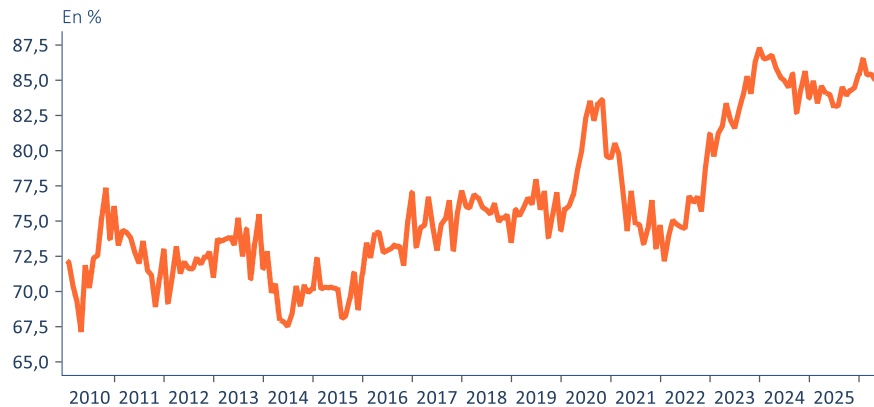
TAUX DES T-NOTES À 10 ANS ET PRIME DE TERME



Sources : RichesFlores Research, Macrobond *modèle FRB

K. Warsh n'a pas encore renoncé à sa volonté de baisser les taux directeurs et les pratiques bilancielles qu'il semble préconiser ne sont pas les plus favorables pour apaiser les tensions sur la partie longue de la courbe des taux. Partisan d'une réduction du bilan de la Fed, il est probable que K. Warsh devra procéder avec prudence pour ne pas aggraver les conditions de financement du Trésor et privilégier des interventions de la Fed sur la partie courte de la courbe, sur laquelle l'administration concentre ses émissions, à une réduction immédiate du bilan. Une réduction de la part des T-Notes dans le bilan de la Fed au profit des T-Bills pourrait augmenter d'autant le risque de tensions sur les rendements à dix ans et plus.

PART DES ÉMISSIONS À COURT TERME (T-BILLS) DANS LE TOTAL DES ÉMISSIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN

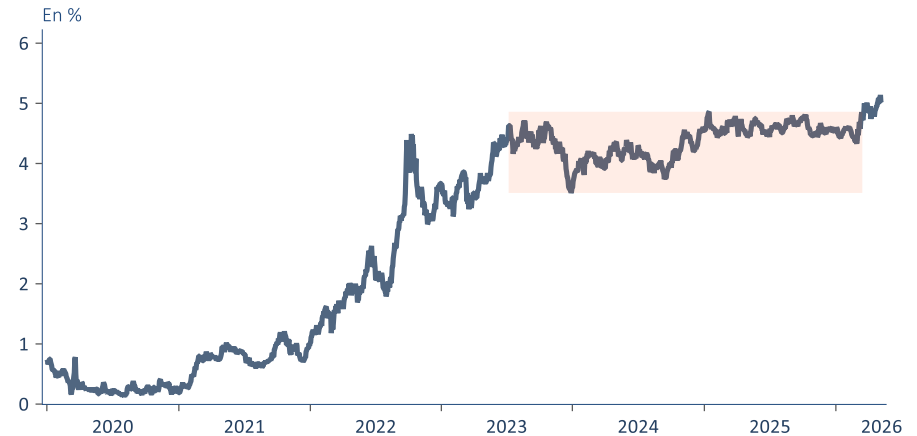


Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Difficile dès lors de ne pas voir dans la montée récente des tensions sur les taux les prémices d'un renchérissement généralisé des conditions de financement américaines et, par voie de conséquence, mondiales que pourrait une fois de plus suggérer la tournure du marché britannique, premier à avoir, possiblement, indiqué la direction en sortant ces dernières semaines par le haut de la fourchette dans laquelle évoluaient les Gilts des trois dernières années.

RENDEMENT DES GILTS BRITANNIQUES À 10 ANS



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Pour rappel, publications récentes

[SUR LE VIF – Enjeux de souveraineté et rebond industriel en Allemagne et en France](#), 7 mai

[SUR LE VIF - L'emploi privé américain reste médiocre. K. Warsh pourra-t-il s'en servir d'argument ?](#), 6 mai

[SUR LE VIF – Bol d'air pour l'industrie française : aéronautique et désépargne ?](#), 6 mai

[BMG – Une histoire de Capex](#), 5 mai

[SUR LE VIF/HDV- Tour d'horizon des publications économiques et comités monétaires du jour](#), 30 avril

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