



Taux longs: la fin du monde d'avant

Philippe Waechter Chef Economiste

Synthèse

La remontée récente des taux d'intérêt à long terme ne relève peut-être plus d'un simple ajustement. Le conflit en Iran, le prix du pétrole autour de 90 dollars et une inflation US qui résiste ont joué un rôle de déclencheur. Mais derrière ces facteurs immédiats se dessine une transformation plus profonde : le monde qui avait permis des taux durablement bas est en train de disparaître.

Premier changement : l'inflation pourrait devenir structurellement plus élevée et plus volatile. Depuis les années 1980, mondialisation, délocalisations et chaînes de valeur internationales avaient permis aux économies développées d'importer de la désinflation. La fragmentation géopolitique inverse progressivement cette mécanique : relocalisations, tensions sur les matières premières et composants stratégiques, hausse des coûts énergétiques et raréfaction de la main-d'œuvre liée au vieillissement créent davantage de pressions sur les coûts et les salaires.

Deuxième changement : la politique monétaire américaine devient moins prévisible. Warsh souhaite réduire la communication de la Fed, remettre en cause le forward guidance. L'objectif est de rendre les marchés davantage dépendants de leur propre analyse de l'économie. Mais moins d'information signifie aussi un éventail d'anticipations plus large et potentiellement davantage de volatilité sur les taux.

Troisième rupture : l'explosion des besoins de financement publics. La dette américaine vient de franchir 40 000 milliards et le FMI attend une dette publique mondiale supérieure à 100 % du PIB en 2029. Vieillesse, santé, défense, IA, décarbonation et politique industrielle imposent partout des dépenses considérables. L'offre de dette publique restera donc structurellement abondante.

À cela s'ajoute une concurrence croissante entre besoins publics et privés de capitaux. IA, infrastructures électriques et transition climatique exigent des investissements massifs. Si l'épargne européenne finance davantage son propre rattrapage technologique et si la Chine recycle moins ses excédents vers les États-Unis, la dette américaine pourrait rencontrer une demande extérieure moins automatique. Le résultat serait une pression supplémentaire sur les taux réels et les rendements obligataires.

Enfin, le changement est politique et institutionnel. Le monde de la globalisation reposait sur l'idée d'une convergence des règles et des institutions. Cette convergence s'efface au profit de stratégies nationales, de politiques industrielles concurrentes et de rapports de force. Cette hétérogénéité accroît l'incertitude et exige une prime plus élevée pour immobiliser son capital à long terme.

C'est peut-être là le véritable changement de régime : les taux longs montent désormais parce que le système mondial devient moins prévisible, moins coopératif et plus gourmand en capital. La mondialisation avait favorisé la convergence et la baisse des taux ; la fragmentation pourrait produire exactement l'inverse.



Taux longs: la fin du monde d'avant

Philippe Waechter Chef Economiste

Le marché obligataire fait-il son aggiornamento ou rentre-t-il dans une dynamique de changement de régime ? C'est la question que l'on peut se poser au regard de la dérive constatée sur la partie longue des taux d'intérêt. Le mouvement haussier avait commencé avec le conflit mené par les USA en Iran sur fond de choc inflationniste via la hausse du prix du pétrole.

Mais les hostilités se prolongent, le prix du baril est accroché à 90\$ et lorsqu'un choc s'inscrit dans la durée il peut se transformer en changement de régime. Pour cela il faut distinguer les questions immédiates de celles qui structurent le marché des obligations.

La semaine dernière, la presse financière s'est faite l'écho du mouvement haussier avec des niveaux de taux d'intérêt à 10 ou 30 ans qui n'avaient pas été atteints depuis 2005 ou 2006 selon la maturité ou le pays. Ces mouvements de court terme ont été alimentés par les facteurs habituels de fluctuations des taux d'intérêt comme l'inflation qui ne retombe toujours pas aux USA. Ils ont pu être accentués par des annonces comme le franchissement du seuil de 40 000 milliards de dette publique aux USA dans la semaine du 16 août.

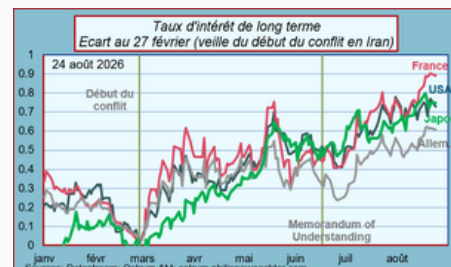
L'annonce du rachat de la partie longue de la dette US par le Trésor a également mais temporairement fait bouger les marchés mais sans excès car l'opération n'était pas de grande ampleur et pas du tout associé à un changement de stratégie budgétaire.

En France, la remontée des taux d'intérêt bien au-delà de ce qui a été observé chez ses voisins résulte de discussions sur la soutenabilité de la dette publique, des propositions gouvernementales pour le budget 2027, budget dont la validité sera limitée par l'élection présidentielle de mai prochain. Election présidentielle dont les discussions économiques sont alimentées principalement par la neutralisation de la dette publique détenue par la BCE.

Sur ce point, la discussion est un peu lunaire car pour neutraliser la dette française au sein de la BCE, il faudrait d'abord que la dette soit détenue par la Banque de France, ce qui n'est pas le cas. La BdF n'en est que le dépositaire dans une opération initiée par la BCE.

De plus, l'accord des autres partenaires de la France au sein du Système Européen de Banques Centrales serait nécessaire pour le cas particulier de la France. On peut douter de l'adhésion à une telle procédure. Implicitement, pour donner le sentiment de regagner des marges de manœuvre, l'annulation d'une partie de la dette publique paraît une bonne idée. Cependant les expériences passées ne plaident pas pour la stabilité monétaire et financière qui en résulterait.

Dès lors, la France ne pouvant pas annuler sa dette, la seule démarche serait de ne plus s'inscrire dans la dynamique monétaire de la zone Euro. Ce n'est pas acceptable.





Taux longs: la fin du monde d'avant

Ces facteurs alimentent les fluctuations de court terme mais ce qui nous intéresse est la dynamique structurelle, celle qui provoque la tendance. Il y a 4 facteurs majeurs.

Un taux d'inflation à venir plus élevé

Le taux d'inflation, maîtrisée pendant la longue période d'avant la pandémie, va être plus complexe à maintenir autour de la cible des banques centrales. La fragmentation de l'économie, le non-respect des règles, la montée des relations bilatérales, la hausse du prix de l'énergie ou encore la remise en cause des chaînes de valeur internationales vont créer des frottements provoquant un taux d'inflation plus élevé dans la durée et sûrement plus volatil. C'est le changement structurel auquel on doit s'attendre.

Depuis le milieu des années 1980, les pays développés importaient de la désinflation. La délocalisation de la production a permis cela. Une conséquence était la pression à la baisse des salaires puisque le risque était la délocalisation et la perte d'emploi. Cependant, comme l'inflation était très faible, c'est une configuration viable d'autant que les grandes négociations salariales de masse avaient été remplacées par une individualisation des salaires. Le pouvoir d'achat progressait cependant lentement. C'est d'ailleurs une des raisons de l'endettement plus élevé des ménages dans la plupart des pays développés.

Ce système a changé avec la fragmentation du monde. Les chaînes de valeur mondiales ne sont plus nécessairement l'objectif ultime. Il faut relocaliser mais avec une contrainte salariale qui sera d'autant plus forte que la part de la population active diminue dans de nombreux pays européens et asiatiques. Or les revenus au sein des économies, y compris ceux allant aux retraités, sont produits par la population active. Si les incitations ne sont pas assez fortes, les gains de production seront moindres. Dès lors, les coûts vont progresser.

Par ailleurs, le prix des intrants va grimper. Les grands donneurs d'ordre passent en premier ne laissant que la partie congrue aux autres acteurs qui ont besoin de semi-conducteurs, de mémoires ou de terres rares. La décarbonation qui devra être plus rapide que ce qui se fait actuellement va créer des pressions à la hausse de ces prix et engendrer des coûts plus forts.

Enfin, le prix de l'énergie restera fort. La demande de pétrole va rester robuste encore un moment mais les opportunités d'exploration et de production supplémentaires sont plus limitées que par le passé. Dès lors, le prix du baril de pétrole ne va pas s'effondrer. On constate aussi une déformation de la demande vers l'électricité. C'est un paramètre favorable car l'électricité est une énergie qui peut être décarbonée via le renouvelable et le nucléaire. Cette déformation se constate via le développement des datacenters qui poussent à la hausse le prix de l'électricité. Électricité qui est l'élément clé de la décarbonation.

Sur un autre aspect, la capacité, pour les ménages, de passer par un endettement supplémentaire sera plus limitée. Cela créera des pressions nominales et des négociations salariales plus intenses.

Les facteurs qui avaient permis des taux d'inflation bas et maîtrisés se sont évaporés et le risque aujourd'hui est que les comportements des acteurs de l'économie, des institutions et des différents pays ou régions ne soient plus mus par une dynamique commune. Cela se traduira par un taux d'inflation tendanciel plus élevé que celui qui prévalait avant la pandémie. Ils seront durablement plus élevés que les cibles actuelles des banques centrales.



Taux longs: la fin du monde d'avant

La politique monétaire de la Fed perd ses repères

La politique de la Fed n'est pas très claire. Warsh veut changer les règles, notamment celles mises en place après la grande récession de 2008. Ainsi veut-il une communication minimum de la Fed pour que les investisseurs fassent l'analyse effective de l'économie réelle sans le miroir potentiellement déformant de la banque centrale. Il veut aussi réduire le nombre de réunions du FOMC, tailler dans la longueur des communiqués et supprimer le système de forward guidance que la Fed avait mis en place après la grande récession pour limiter une trop grande volatilité dans un moment particulier.

L'ambiguïté de cette nouvelle stratégie est que malgré tout, les investisseurs devront faire des prévisions de taux d'intérêt mais ils le feront avec une information moindre au risque d'accroître la volatilité des taux d'intérêt puisque le champ des possibles sera plus vaste.

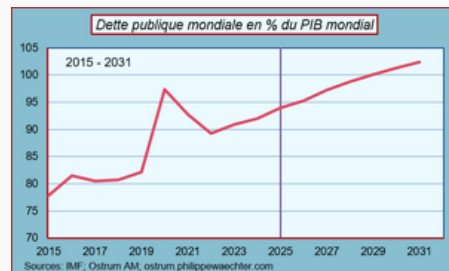
Avant le 4 février 1994, la Fed ne communiquait pas. Il fallait que les investisseurs perçoivent le changement d'attitude de la banque centrale sur le marché monétaire pour en déduire l'allure de la nouvelle orientation monétaire. C'était assez frustré mais les marchés étaient beaucoup moins développés qu'ils ne le sont.

Il serait peu efficace de revenir sur un tel système dans une économie portée par les données et l'information. Les investisseurs savent ce qu'ils ont perdu mais ne connaissent pas les nouvelles règles qui guideront la banque centrale US.

Le propos de Warsh à Jackson Hole le week-end prochain pourrait être salutaire.

La tentation et la nécessité de l'endettement public

Partout la tentation est à l'accroissement de la dette publique et même l'Allemagne rentre dans ce jeu. Les chiffres sont spectaculaires. Le plus marquant est celui des 40 000 milliards aux USA dans la semaine du 16 août 2026 mais partout ailleurs les besoins publics sont considérables. Le FMI s'attend d'ailleurs à ce que la dette publique dépasse les 100% du PIB mondial en 2029 puis continue de progresser.



Dans une économie complexe, le rôle de l'Etat n'a jamais été aussi important. Aux USA le stimulus budgétaire est permanent et le déficit est le plus important depuis l'après-guerre en période calme (Il a été plus élevé qu'actuellement lors de la pandémie et lors de la grande récession de 2008, deux événements inhabituels).

D'une façon générale, l'équation est complexe à résoudre car la société bascule vers le vieillissement et les coûts de retraite et de santé associés, basculer vers davantage de dépenses militaires puisque le monde se fragmente et que les alliances du passé ne sont plus ce qu'elles étaient.

L'Etat doit aussi intervenir dans un monde marqué par les deux révolutions technologiques que sont l'IA et la décarbonation. Il faut agir vite, mobiliser des moyens pour faire face à ces changements radicaux dans lesquels chaque pays, chaque région espère ne pas perdre pied. En Europe, les besoins de l'un et de l'autre sont considérables.



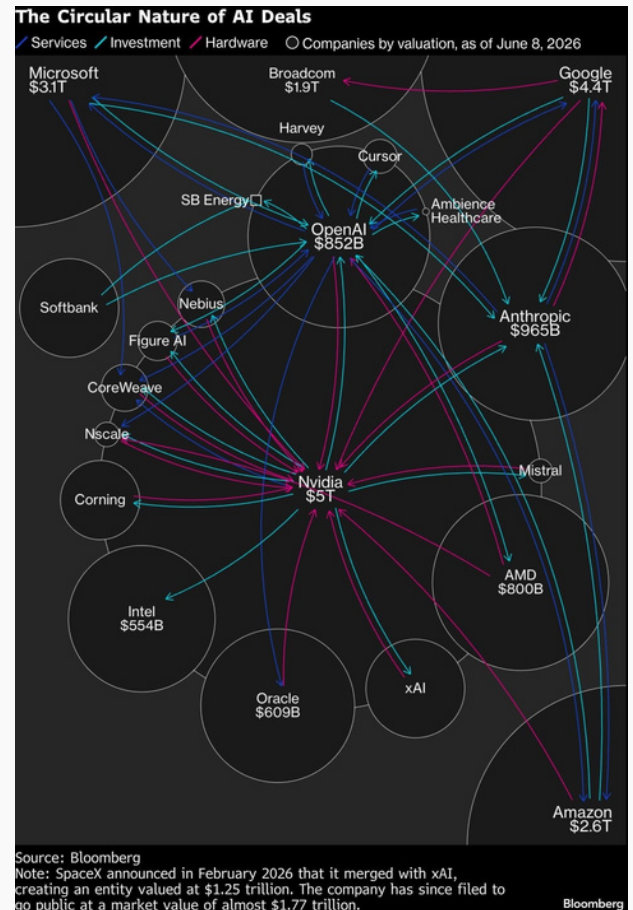
Taux longs: la fin du monde d'avant

L'allocation des ressources – une équation complexe

Les tensions sur les financements vont redoubler car le secteur privé n'est pas en reste. Ses besoins sont considérables pour capter la dynamique de l'IA et maintenir le cap sur la décarbonation. Le graphe montre la dynamique des besoins dans l'IA selon une analyse récente de Bloomberg. C'est aussi une mesure du risque dans ce secteur avec une forme de consanguinité au sein de celui-ci.

Cela devrait faire monter les taux réels par un besoin d'investissement plus fort en créant un déséquilibre entre épargne et investissement. Si chacun veut investir qu'il soit entreprise de l'IA, énergéticien dans le renouvelable ou Etat pour des raisons qui lui sont propres alors l'épargne disponible va être davantage mise à contribution. Cela poussera le taux d'intérêt réel, celui qui égalise investissement et épargne, vers le haut.

On trouve une illustration de ce phénomène et de la fragmentation de l'économie globale dans les déséquilibres internationaux. Ils ont fait l'objet de récemment de rapports officiels. Ceux-ci interrogent sur la capacité de l'économie mondiale à faire face dans ce nouveau cadre fragmenté.



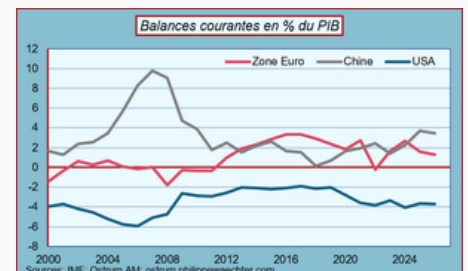
Les excédents européens et chinois engendrent une forte épargne mondiale qui permet le financement du déficit américain.

Ceci pourrait changer si l'excédent d'épargne européen sert au financement du rattrapage technologique, à la décarbonation et aux dépenses militaires via les mécanismes de l'Union de l'Epargne et de l'Investissement (que l'on appelait autrefois l'Union des Marchés de Capitaux).

Par ailleurs, on imagine mal la Chine utiliser son épargne pour financer les US.

Il y aura un squeeze sur la dette américaine et une pression sur les taux obligataires. Ce qui pose la question du risque porté par les actifs américains. Les obligations de l'Etat américain resteront-elles les actifs sans risque dont les investisseurs ont besoin ?

L'utilisation de règles différentes, les choix qui sont moins coopératifs ont des incidences sur le niveau des taux d'intérêt.





Taux longs: la fin du monde d'avant

La dimension politique et la tentation autocratique

Le contexte politique a changé radicalement.

Pendant la longue période de globalisation, l'idée sous-jacente était que la démocratie serait la finalité de l'économie de marché. En développant les échanges, la démocratie politique finirait par l'emporter dans une large majorité de pays. Implicitement, il y avait l'idée de jouer, un peu partout, avec des règles cohérentes.

Ce n'est pas cependant ce qui se passe. Les autocraties dominent désormais. Selon les indicateurs publiés par le V-Dem institute, il y a désormais plus de pays autocratiques (92) que démocratiques (87). La part de la population des pays autocratiques, selon cet institut, est de 74% de la population mondiale. Le graphe montre la dynamique politique à partir d'un nombre plus réduit de pays. Récemment on voit le mouvement fort vers une dynamique démocratique, notamment après la chute du Mur de Berlin en novembre 1989. Depuis la situation s'est progressivement inversée donnant une part considérable désormais aux pays autocratiques. Ceux-ci sont définis comme étant gouvernés par une personne ou un petit nombre de personnes avec des mécanismes qui neutralisent les contrepouvoirs. Ils sont gouvernés par des règles discrétionnaires peu discutables.

Plus de pays autocratiques signifie que chacun va vouloir édicter et fonctionner selon ses propres règles dans le périmètre du pays mais aussi dans ses relations avec le reste du monde. Lorsque l'on voit l'hétérogénéité des choix faits entre les Etats-Unis, la Russie, la Chine, l'Inde et la Turquie tant sur le plan économique que politique on doit s'attendre à des incohérences globales qui provoqueront de l'incertitude. Cela se retrouvera sur les taux d'intérêt des différents pays

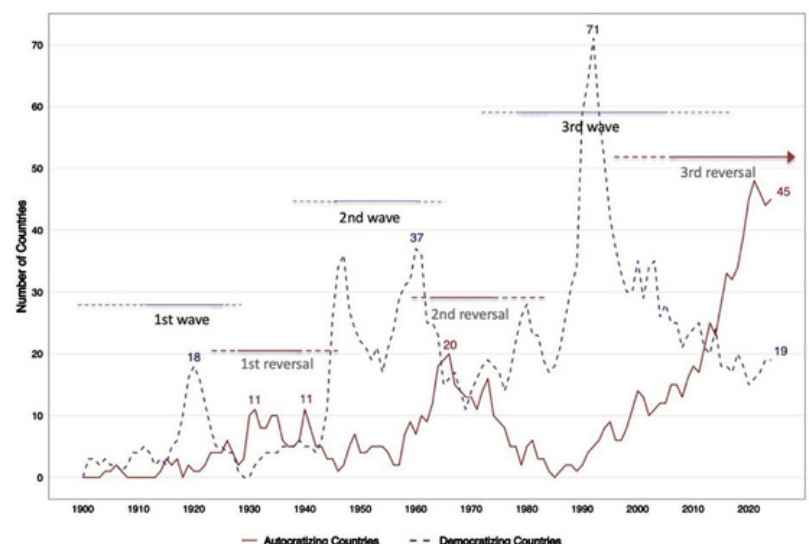


Figure 4. Three waves of democratization and autocratization.

Note: Data for the graph comes from V-Dem dataset and the ERT dataset versions 15.³² The identification of start and end of waves by author inductively reading from the numbers in the graph.

Source: Lindberg, S.I. 2026. "Fifty Years of the Third Wave(s): From Democratization to Autocratization." Democratization, Online First (open access).



Taux longs: la fin du monde d'avant

Conclusion

Pendant longtemps, la convergence des institutions et des règles de fonctionnement a amorti les disparités pouvant exister entre les régions et les pays. Les objectifs étaient cohérents et cela se traduisait par des taux d'intérêt plutôt bas. Certes il y a eu des crises mais les réponses faites à celles-ci n'étaient jamais en opposition au sein des grands pays.

C'est ce cadre qui change depuis la fin de la pandémie et l'accentuation des concurrences technologique, économique et politique. Il y a plusieurs dimensions.

Les choix industriels, économiques et politiques sont plus locaux. La Chine, les Etats-Unis et l'Europe n'ont plus de dynamique commune car chaque pays ou région doit définir des trajectoires qui lui sont propres soit parce que cela traduit un choix politique soit c'est un choix en réaction. Un exemple est l'Inflation Reduction Act mis en place par Joe Biden en Août 2022 prolongé par la politique des tarifs douaniers de Trump depuis avril 2025. L'objectif est de relocaliser la production aux Etats-Unis au détriment des partenaires habituels.

La deuxième question après la pandémie est le statut d'actif sans risque des titres de dette publique américains. Des travaux récents(*) montrent que depuis la pandémie et les déséquilibres qui ont suivi, un doute s'est installé dans l'esprit des investisseurs. Les chocs ne se traduisent plus par une ruée sur les obligations du Trésor américain, la Chine ou le Japon réduisent leur exposition sur ces actifs et la prime des obligations de dette publique par rapport aux actifs privés AAA s'est effacée. Cette fragilité relative du marché américain traduit une nouvelle hiérarchie des risques dans l'esprit des investisseurs.

La conséquence est une hétérogénéité beaucoup plus importante des trajectoires et des anticipations qui peuvent diverger reflétant des règles et des institutions qui ne sont plus nécessairement similaires ou cohérentes. Cela se traduira par des taux d'intérêt de long terme durablement plus élevés. Les niveaux actuels peuvent alors apparaître comme dans la partie basse des trajectoires à venir.

(*) Voir Hanno Lustig <https://thetwocents.substack.com/p/what-are-us-treasury-markets-telling>

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International – Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843, 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sarl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.