AVIS D'EXPERT

Taux longs : anatomie d'une hausse

L'analyse de Florent Wabont

CHEF ÉCONOMISTE CHEZ DNCA FINANCE. ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 27/10/2026.



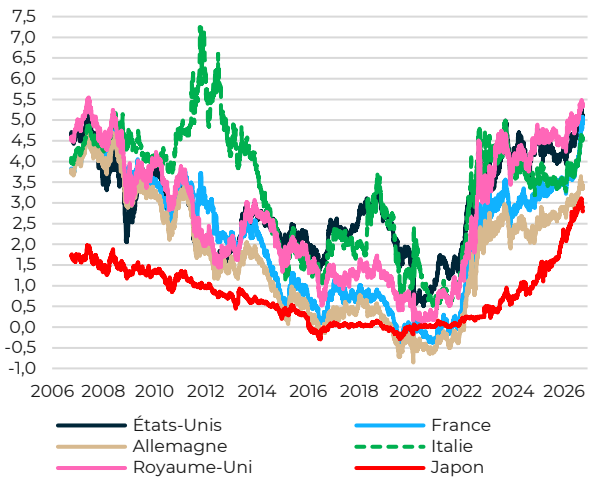
Florent Wabont

Les rendements obligataires souverains de la plupart des pays développés ont augmenté de manière quasi continue à partir du début de l'été. Cette remontée des taux d'intérêt s'est nettement accentuée à la fin du mois d'août, exacerbant au passage plusieurs fragilités préexistantes, notamment en France. Depuis le mois d'octobre, une nouvelle phase, caractérisée par l'amorce d'une détente des taux longs, semble par ailleurs s'être mise en place. Dans ce contexte et avec désormais plusieurs mois de recul, il nous paraît utile de poser un diagnostic sur ces phénomènes, au confluent de nombreuses thématiques, puis d'explorer différentes pistes d'évolution.

Du 30 juin au 26 octobre, le taux à 10 ans américain est passé de 4,47% à 4,99%, après avoir atteint un pic à 5,30% le 5 octobre (voir graphique 1). Sur la même période, le taux à 10 ans allemand a quant à lui évolué de 2,86% à 3,37% ; de 3,65% à 4,90% pour le 10 ans français et de 4,76% à 5,34% pour son équivalent anglais. Ce mouvement de nature globale trouve sa source dans un ensemble de facteurs.

Les tensions observées sur les taux longs ont tout d'abord coïncidé avec l'aggravation du contexte géopolitique et une augmentation de près de 40$ des cours du pétrole (de ~75$/baril à ~115$ pour le Brent), faisant craindre de nouvelles poussées inflationnistes. En conséquence, les anticipations de marché concernant l'évolution des taux directeurs ont été nettement revues à la hausse, sans grande distinction entre les principales banques centrales. Parallèlement, les statistiques économiques américaines publiées sur la période ont renforcé l'idée d'une réaccélération de l'activité, rehaussant ainsi les perspectives de croissance nominale[1], une variable macroéconomique étroitement liée à l'évolution des taux longs. À ce titre, il convient également d'appréhender la dimension globale de ce mouvement au travers du rôle tenu par le taux à 10 ans américain, que l'on peut comparer à un soleil autour duquel gravitent les marchés d'actifs internationaux. En parallèle, la concurrence pour le capital, accentuée par l'augmentation des émissions de dette par les acteurs impliqués dans le développement de l'intelligence artificielle (IA), a également pu peser sur la demande de titres d'États et limiter la capacité du marché à absorber les nouvelles émissions, entraînant ainsi une pression haussière supplémentaire sur les taux d'intérêt. Se juxtaposent enfin les problématiques budgétaires et la persistance des déficits dans plusieurs pays. Afin de compenser l'incertitude et le risque croissant sur les finances publiques, les investisseurs exigent un rendement plus élevé pour prêter aux États à long terme. Avant d'explorer la phase de relative détente amorcée début octobre et les pistes d'évolution pour les prochains mois, un pays particulièrement affecté par cette problématique, dont l'évolution des taux longs détonne davantage, mérite que l'on s'y attarde : la France.

Graphique 1 : Evolution des taux à 10 ans pour un panel de pays développés

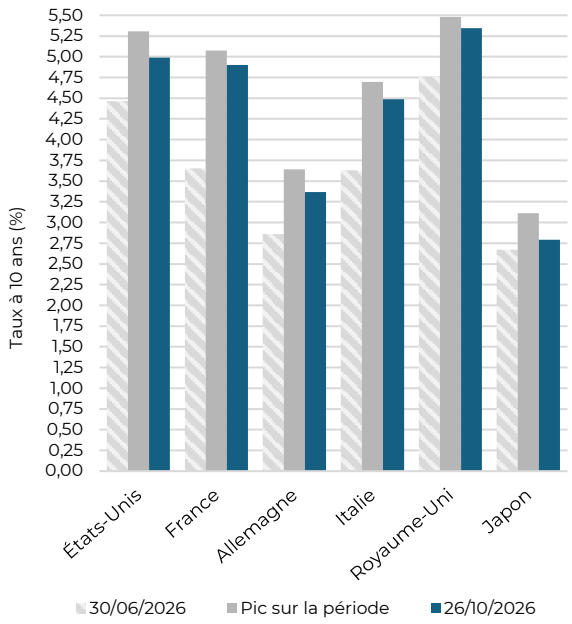


Source : Bloomberg, données journalières au 26/10/2026.

[1]Combinaison de la croissance du PIB en volume et de l'inflation

L'écart entre les taux à 10 ans français et allemand (le *spread*) a nettement augmenté au cours des dernières semaines et se situe désormais à 1,54% au 26/10 contre 0,79% à fin juin. Cette évolution reflète à la fois l'installation d'une paralysie politique latente empêchant l'émergence d'un consensus en matière budgétaire, et la matérialisation d'une forme de « cercle vicieux » alimenté par les ingrédients à l'origine de la remontée généralisée des taux, à laquelle la France n'échappe pas. Cette configuration vient peser sur une activité déjà peu dynamique et complique encore davantage l'équation budgétaire en alourdissant la charge des intérêts et en compromettant la trajectoire de réduction du déficit (attendu autour de ~5,5% en 2026, contre une limite de 3% imposée par les critères de Maastricht). Cette dégradation des perspectives conduit à son tour les investisseurs à exiger une prime de risque plus élevée. La mécanique s'auto-entretient. Dans le même temps, l'ampleur et la rapidité de ce phénomène ont amené plusieurs observateurs et commentateurs à évoquer la possibilité d'une intervention de la BCE pour apaiser la situation.

Graphique 2 : Zoom sur la période récente



Source : Bloomberg, données journalières au 26/10/2026.

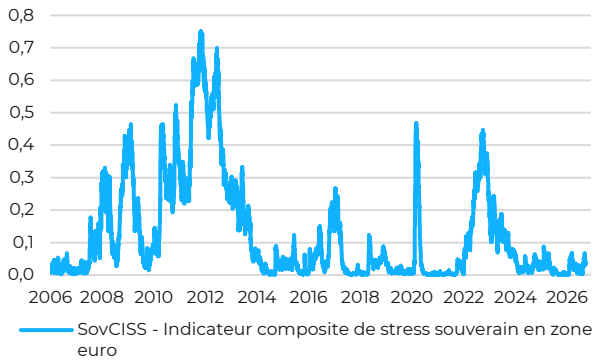
DES LORS, QUELS SCENARIOS ENVISAGER ?

Disons-le d'emblée, une intervention de la BCE paraît difficilement envisageable à ce stade. Premièrement, parce qu'elle induirait un aléa moral. En poussant le raisonnement à l'excès, « sauver » la France reviendrait à légitimer l'indiscipline budgétaire sous « prétexte » de son caractère systémique. Deuxièmement, en raison de l'indépendance de la BCE vis-à-vis du pouvoir politique, relançant ainsi le débat autour de la dominance budgétaire[2]. Troisièmement, parce que la procédure de déficit excessif par la Commission européenne à laquelle la France reste soumise complexifie l'activation de l'outil anti-fragmentation (TPI)[3] de la BCE, au regard notamment de ses critères d'éligibilité. Le programme OMT[4] pourrait quant à lui contraindre la France à se soumettre à un régime strict de consolidation budgétaire. D'aucuns pourraient néanmoins arguer qu'en la matière, les règles sont parfois faites pour être changées. Dans l'intervalle, d'autres manières de procéder restent également envisageables. Ainsi, des interventions par paliers – d'abord verbales, puis par un ralentissement du rythme de réduction du bilan de la BCE ou par des opérations ciblées visant à garantir la liquidité – pourraient se justifier si l'élargissement du spread français venait à menacer la bonne transmission de la politique monétaire en zone euro et la trajectoire de l'inflation par ses effets négatifs exercés sur l'activité ; d'autant plus si le mouvement se propage aux coûts d'emprunt des autres pays (Italie, Espagne, Portugal…). Au moment d'écrire ces lignes, le degré de contagion est indéniablement plus élevé qu'au cours des derniers mois, mais celui-ci reste limité d'un point de vue historique (cf. graphique 3) et aucun seuil critique ne semble par ailleurs avoir été franchi. La hausse des rendements souverains et le resserrement subséquent des conditions financières constituent en revanche un risque pour la BCE (voir infra).

Résoudre l'« équation France » suppose par ailleurs d'anticiper plusieurs paramètres tant domestiques qu'internationaux, soit de pouvoir être capable de déterminer 1) si un budget sera adopté à court terme et dans quel délai, qui remportera l'élection présidentielle en 2027 et avec quel programme économique, mais aussi quel sera l'équilibre politique après les élections législatives ou encore l'état du climat social à ce moment précis ; 2) ce que nous réserve l'évolution de l'environnement géopolitique, par définition très incertain ; 3) l'attitude qu'adoptera réellement la BCE. Si aucune réponse évidente ne ressort de ces questionnements, un constat plus simple s'impose. Les six prochains mois devraient être le théâtre d'une forte volatilité, avec un risque de poursuite du mouvement d'écartement du spread français ou d'un maintien autour des niveaux actuels.

[2]Dominance budgétaire : situation théorique dans laquelle la politique monétaire devient subordonnée aux contraintes de financement des États, au détriment de l'objectif de stabilité des prix.
[3]Transmission Protection Instrument : instrument « anti-fragmentation » créé par la BCE en juillet 2022, permettant des achats ciblés de titres souverains afin de contrer les tensions survenant sur les marchés (en particulier l'élargissement des écarts de rendements entre pays) et menaçant la bonne transmission de la politique monétaire, sous réserve de critères d'éligibilité.
[4]Outright Monetary Transactions : programme annoncé par la BCE en septembre 2012, permettant des achats de titres souverains sur le marché secondaire afin de préserver la bonne transmission de la politique monétaire, sous réserve d'une stricte conditionnalité économique et budgétaire dans le cadre d'un programme européen d'assistance financière.

Graphique 3 : Evolution du stress souverain en zone euro



Sources : BCE, ECB Data Portal. Le SovCISS (Composite Indicator of Systemic Sovereign Stress) est un indicateur synthétique développé par la Banque centrale européenne (BCE) variant de 0 à 1 et visant à mesurer le niveau de stress financier sur la dette publique en intégrant non seulement les écarts de rendement (spreads), mais aussi la volatilité et la liquidité. Données journalières au 22/10/2026.

Concernant la suite du mouvement à l'échelle mondiale cette fois, un ensemble de facteurs entrent en ligne de compte, à l'instar du risque géopolitique, de l'orientation des politiques monétaires, des interrogations entourant le développement de l'intelligence artificielle (IA) ou encore de l'issue des élections de mi-mandat aux États-Unis *(midterms)*.

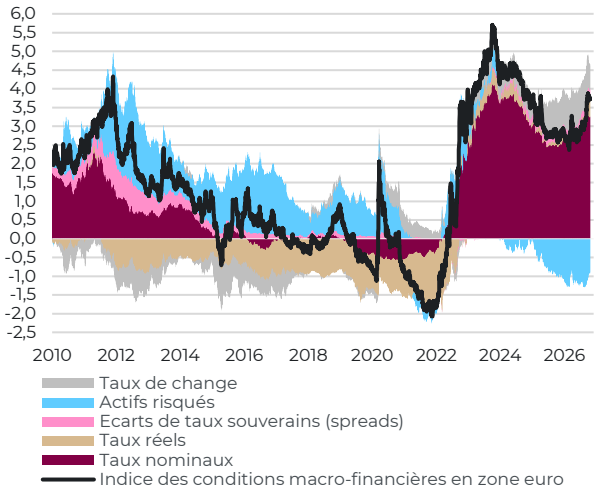
Les prix de l'énergie ont de nouveau récemment progressé, avec un pétrole Brent évoluant désormais non loin de 115 $/baril (contre ~100$ en début de mois). Les contrats à terme sur le gaz gravitent pour leur part autour des 95€/ MWh (vs ~75 €). Bien que les exportations de pétrole brut en provenance des pays du Golfe aient presque retrouvé leur niveau d'avant-guerre, la multiplication des attaques portées contre les navires s'aventurant dans le détroit d'Ormuz contribue à maintenir une pression sur le coût du transport maritime, et in fine, sur les prix du pétrole. Sur ce plan, la visibilité demeure fortement réduite. Pour les banques centrales, cette situation présente un risque de voir les pressions inflationnistes se renforcer encore davantage. Il convient en revanche de ne pas occulter les différences qui subsistent d'un point de vue géographique, notamment entre les Etats-Unis et la zone euro. Comme nous l'écrivions en septembre (cf. nos précédents Avis d'expert), l'inflation sous-jacente était déjà élevée outre-Atlantique avant la guerre en Iran et n'a cessé de se renforcer depuis.

L'activité y est bien orientée, portée par la bonne santé financière des agents privés, les dépenses d'investissement dans l'IA ainsi que la consommation des ménages, soutenue par un effet richesse lié à l'appréciation des marchés d'actions. Les métriques de l'emploi continuent par ailleurs de se redresser. Si la Fed ne devrait pas rehausser ses taux directeurs le 28 octobre prochain, conformément aux éléments de langage distillés dans les médias jusqu'ici (et alors que les conditions macroéconomiques pourraient justifier une nouvelle hausse), un retour à la situation qui prévalait avant les trois baisses effectuées en 2025 nous semble toujours être le scénario le plus probable, soit un taux directeur à 4,5% fourchette haute d'ici la fin du premier trimestre 2027.

A contrario, les pressions inflationnistes en zone euro restent essentiellement tirées par l'aspect énergétique, et ne montrent, à ce stade, que peu de signes de diffusion aux autres catégories de l'indice des prix. Le marché de l'emploi reste faiblement tendu et peu propice à l'émergence de pressions salariales. Les données d'enquêtes auprès des entreprises publiées en octobre semblent confirmer ce point mais celles-ci commencent également à mettre en évidence l'impact négatif du double choc inflation-resserrement des conditions financières sur l'activité (voir l'illustration en graphique 4). A ce titre, une telle configuration nous semble toujours être de nature à limiter la BCE dans l'ampleur de ses hausses de taux. Un statu quo est également anticipé lors de sa réunion du 29 octobre, mais notre scénario d'un taux de facilité de dépôt à 2,75%, impliquant une dernière hausse en décembre, reste d'actualité, compte tenu de l'augmentation récente des prix de l'énergie. Au-delà du seuil de 2,75%-3%, des preuves tangibles d'effets de second tour devront selon nous être nécessaires pour « justifier » d'aller plus loin.

Parallèlement à cela, la récente détente des taux allemands, tant sur le court que sur le long, s'inscrit dans le prolongement d'une réévaluation à la baisse des anticipations de hausse de taux directeur du marché depuis plusieurs semaines. Ce mouvement semble ainsi témoigner d'une meilleure prise en compte par les investisseurs des éléments cités jusqu'ici, en plus de la « fuite vers la qualité » suscitée par le cas français. Ces deux banques centrales, et d'autres encore au sein des pays développés, se rapprochent en revanche sur un point : l'absence de baisses de taux à l'horizon, facteur susceptible de constituer une sorte de plancher pour les taux longs au cours des prochains mois, sauf en cas de récession.

Graphique 4 : Evolution des conditions financières par principales contributions en zone euro



Sources: Bletzinger, Martorana et Mistak (2026), "Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area". Le Macro-Finance FCI (BCE) est un indice synthétique des conditions financières de la zone euro, agrégeant neuf prix d'actifs. Il mesure le degré de resserrement ou d'assouplissement des conditions financières. Une hausse (baisse) de l'indice signale un resserrement (une détente) des conditions financières. Données journalières au 21/10/2026.

Au contexte domestique, s'ajoutent également des influences internationales. La détente des taux allemands a suivi celle des taux américains (comme illustré dans le graphique 2), coïncidant par ailleurs avec l'accumulation de craintes autour de la thématique de l'IA. Une fois encore, la perspective d'un retour sur investissement pérenne face aux investissements massifs déployés est questionnée, alors même que le coût du crédit ne cesse de grimper pour les acteurs concernés, parallèlement à la hausse des rendements souverains. Il en résulte une rotation particulièrement prononcée au sein des secteurs associés, peu visible à la surface des grands indices. Ainsi, à titre d'exemple, l'indice SOX des valeurs de semi-conducteurs recule de 12,2% en $ depuis le 8 octobre, tandis que le secteur de la technologie américaine perd 4,9% et le S&P 500 1,1% sur la même période. Ces rotations ont ainsi pu favoriser un regain d'aversion pour le risque et une fuite vers les actifs « refuges », contribuant à la détente des rendements souverains. Toutefois, il convient également de noter que l'augmentation des prix du pétrole en octobre ne s'est pas accompagnée d'une hausse supplémentaire des taux d'intérêt, bien au contraire. Sont-ce là les prémices d'une prise en compte de la transformation de ce choc énergétique en un choc de demande négatif ? Cela constitue probablement une partie de l'explication de la baisse des taux européens. Mais d'autres facteurs tels que des réallocations de portefeuilles vers la classe d'actifs obligataire sur des niveaux de taux jugés désormais attractifs, ont également pu contribuer au mouvement.

En marge de ces développements, les *midterms* apportent également leur lot d'incertitudes. A ce stade, les sondages montrent le camp des Républicains perdant à la Chambre des représentants, voire également au Sénat, suggérant ainsi une possible « vague démocrate » dans les urnes. Les conséquences économiques restent encore floues, mais un appui supplémentaire en faveur d'une réglementation plus prononcée de l'IA et un accroissement des dépenses sociales sont envisagés. Des questions se posent également quant à l'évolution de l'implication des Etats-Unis dans le conflit en Iran.

Au total, la mise en balance de tous ces éléments laisse présager d'une persistance de cet environnement de taux élevés. Le risque inflationniste est encore présent, le cycle économique mondial reste malgré tout porteur et les banques centrales sont toujours en alerte. La prime de risque budgétaire demeure en France, mais aussi aux Etats-Unis ou encore au Royaume-Uni.

Bien sûr, des facteurs susceptibles d'entraîner une détente des rendements souverains existent. Parmi ceux-ci, une intervention de la BCE peut être citée, mais cela présuppose que la situation française s'aggrave encore dans l'intervalle. Une détente géopolitique pourrait également apaiser les pressions inflationnistes et les tensions sur les taux d'intérêt. Mais cette configuration pourrait concomitamment favoriser le renforcement du cycle économique. L'éclatement de la bulle (supposée) de l'IA en est un autre. S'il est vrai que les dépenses d'investissement dans l'IA contribuent à la croissance domestique américaine, elles profitent également au cycle industriel en Asie et en Europe. Le développement de l'IA est une force mais aussi un talon d'Achille. De fortes déceptions à ce sujet accompagnées d'une correction boursière d'ampleur pourraient ainsi conduire à une récession couplée à une intervention des banques centrales. Nulle question néanmoins de jouer les Cassandre aujourd'hui, tant nous ne sommes qu'aux balbutiements de l'adoption de cette technologie. Il en va de même concernant les gains de productivité escompté. Les scénarios possibles restent nombreux. Il convient d'autre part de ne pas occulter les transformations structurelles de nos économies et l'accroissement des besoins d'investissement qu'elles entraînent, susceptibles de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux élevés… (voir à ce sujet notre précédent Avis d'expert)

Dans un environnement dominé par autant d'incertitudes, adopter des principes simples, listés ci-dessous avec un style télégraphique en guise de conclusion, nous paraît être la réponse la plus adaptée :

- Privilégier une approche obligataire flexible en matière de risque de duration et opportuniste d'un point de vue géographique ;
- Diversifier au-delà des classes d'actifs traditionnelles (actions et obligations) en incluant notamment matières premières et actifs réels ;
- Réduire le risque de concentration par rapport aux grands indices de marché via une combinaison de thématiques spécifiques et de styles d'investissement complémentaires (value vs croissance…).

Ce document ne constitue pas une offre de souscription ni un conseil en investissement. Les opinions exprimées reflètent celles de l'équipe de gestion et peuvent évoluer dans le temps.

Plus d'informations sur dnca-investments.com.

AVERTISSEMENT

Le document reprend les opinions de DNCA Finance qui ne peuvent être interprétées comme des recommandations d'acheter et de vendre. Ce document ne constitue ni une analyse financière ni une recommandation d'investissement de la part de DNCA Finance. Les analyses présentées ici ne s'inscrivent pas dans le cadre des dispositions légales relatives à la promotion de l'indépendance de la recherche en investissements et ne sont soumises à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions par DNCA Finance avant la diffusion dudit document. Il peut donc exister un conflit d'intérêts en raison des investissements ou désinvestissements effectués par les portefeuilles ou fonds gérés par DNCA Finance sur la valeur sur laquelle portent les analyses financières.

Les positions évoquées sont celles de l'équipe de gestion et sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

Texte achevé de rédiger le 27.10.2026.

DNCA FINANCE
19 PLACE VENDOME | 75001 PARIS | +33 (0)1 58 62 55 00 | DNCA-INVESTMENTS.COM

Société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro GP 00-030 en date du 18 août 2000. Conseiller en investissement financier non indépendant au sens de la Directive MIFID II. DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance.

DNCA Finance Luxembourg | 1 place d'Armes, L-1136 Luxembourg | +352 28 48 01 55 23

DNCA Finance Italie | Via Dante, 9, 20123 Milano | +39 02 00 62 281

DNCA Finance Espagne | Paseo de Recoletos 37-41 5a Madrid 28004 |

DNCA Finance Belgique | Rue Montoyer 14, 1000 Bruxelles |

L'INVESTISSEMENT SUR LES MARCHES FINANCIERS COMPORTE DES RISQUES, ET NOTAMMENT LES SUIVANTS :

- Risque de perte en **capital,**
- **Risque actions : en cas de baisse des marchés actions, la valeur d'un instrument financier peut baisser,**
- **Risque de taux : le risque de taux se traduit par une baisse de la valeur de l'instrument financier en cas de variation des taux,**
- **Risque de crédit : le risque de crédit correspond au risque que l'émetteur ne puisse pas faire face à ses engagements,**
- **Risque de change : il est lié** à l'exposition à une devise autre que la devise de référence de l'instrument financier.

DNCA INVESTMENTS