AVIS D'EXPERT

Banques centrales, un peu plus près des étoiles

L'analyse de Florent Wabont

CHEF ÉCONOMISTE CHEZ DNCA FINANCE. RÉDIGÉ LE 24/09/2026. DONNÉES AU 24/09/2026.



Florent Wabont

Si la synchronie récente des banques centrales ne nous semble être que de façade (cf. notre dernier Avis d'expert), il en est d'une quête commune à toutes, poursuivie de manière plus ou moins explicite et revêtant un caractère presque philosophique : celle du taux neutre r[1]* (r-star ou r-étoile). Quelle définition et quelle importance donner à ce concept ? Et pourquoi est-ce primordial de s'y (ré)intéresser, au moment où plusieurs banques centrales relèvent leurs taux directeurs ?

Depuis le XVIIe siècle, les philosophes économistes puis les chercheurs universitaires n'ont cessé d'étudier la question du « taux neutre ». Il désigne le taux censé équilibrer épargne et investissement. Celui qui ne stimule ni ne refroidit l'activité et l'inflation. Le niveau « optimal » pour qu'une économie puisse croître à son potentiel. Par définition, ce taux est inobservable et un arsenal de modèles statistiques est employé pour tenter de l'estimer. Pour les banques centrales, cette notion permet de distinguer une politique monétaire accommodante lorsque le taux directeur r est inférieur à r*, d'une politique restrictive où r serait supérieur à r*.

Il convient dès lors d'en analyser les déterminants.

Depuis la fin des années 1980, r* n'a cessé de diminuer dans les économies avancées et plusieurs théories concourent à l'explication de ce phénomène. L'une des plus populaires, énoncée par Ben Bernanke[2], conclut à un déséquilibre mondial découlant d'un excès d'épargne, notamment dans les pays émergents, investie dans des actifs sûrs tels que des bons du Trésor américain[3], et d'un déficit d'investissement.

S'y ajoutent le ralentissement tendanciel de la croissance, de la productivité et de l'inflation, le désendettement post-crise de 2008 ainsi que la tertiarisation de nos économies.

À contrario, depuis la pandémie de Covid-19, la conjonction de plusieurs facteurs milite pour une inflexion de cette tendance. L'environnement macroéconomique est entré dans un nouveau régime, marqué par différentes formes de « conflits ». Le conflit au sens propre du terme, avec la résurgence du risque géopolitique, et la mise en évidence de certaines de nos vulnérabilités. Mais aussi la guerre technologique, dans le prolongement du développement de l'intelligence artificielle, dont découle une compétition pour le capital. Les enjeux démographiques opposent les générations et questionnent les modèles sociaux. La lutte contre le dérèglement climatique et l'adaptation nécessaire qui en découle. Le bras de fer possible entre des banques centrales souhaitant lutter contre l'inflation et des États aux déficits élevés ou menant une politique budgétaire expansionniste en constitue une brique supplémentaire. Enfin, un conflit de répartition opposant travail et capital, qui se cristallise depuis plusieurs années dans certaines dynamiques électorales. Malgré leurs conséquences économiques parfois ambiguës, ces évolutions dessinent un régime macroéconomique plus volatil, plus gourmand en capitaux ainsi qu'en besoins d'investissements, et structurellement plus inflationniste.

Si les banques centrales se montrent réfractaires à l'utilisation aveugle du taux neutre[4] comme boussole, il n'en demeure pas moins qu'elles y font souvent référence. Sans pour autant l'établir formellement, la Fed (Réserve fédérale des États-Unis) nous en donne une approximation via les dots[5] dits de long

[1]Taux d'intérêt réel théorique compatible avec une économie à son niveau d'équilibre, sans stimuler ni freiner l'activité et sans générer de pressions inflationnistes ou désinflationnistes.
[2]Président de la Fed (Réserve fédérale des États-Unis) de 2006 à 2014.
[3]Titres de dette émis par le gouvernement des États-Unis pour couvrir ses besoins de financement.
[4]Est ici considéré le taux neutre nominal, qui résulte de l'addition du taux réel neutre et de la cible d'inflation de 2%.
[5]Prévisions anonymes du niveau des taux directeurs par chacun des membres de la Fed, y compris les non-votants.

terme, récemment relevés à 3,2% dans ses projections trimestrielles de septembre, en hausse par ailleurs au regard des 2,5% inscrits en décembre 2019. Kevin Warsh[6] se veut très critique vis-à-vis de son utilisation, mais n'hésite pas à indiquer, dans son dernier discours, avoir « retiré une dose d'accommodation », après le relèvement des taux de la Fed. Dans un registre plus poétique, Jerome Powell[7] se disait quant à lui « naviguer grâce aux étoiles sous un ciel nuageux »[8]. Certains membres influents de la BCE (Banque centrale européenne) estiment que le taux neutre en zone euro se situe dans un intervalle compris entre 1,75% et 2,50%, tandis que la Banque d'Angleterre (BoE) considère un seuil de neutralité à 3% dans les simulations de son dernier rapport de politique monétaire. De leur côté, les travaux de la Banque du Japon (BoJ) retiennent une borne d'estimation allant de ~1% à 2,5%. De manière plus générale encore et bien que les résultats obtenus soient hétérogènes, les modèles mathématiques semblent bien pointer vers une augmentation récente du taux neutre.

Ainsi, en s'y penchant de plus près, la BCE paraît, avec 2,50% pour son taux de facilité de dépôt, graviter à proximité de l'équilibre. La BoE, qui a laissé ses taux inchangés à 3,75% depuis le début de l'année, quelque peu au-dessus. À 1,25%, la BoJ continue quant à elle de suivre son propre chemin, en décalage des autres banques centrales.

Mais la neutralité se découvre également à l'épreuve des faits, et de la transmission de la politique monétaire dans l'économie. À cet égard, la publication des PMI[9] du mois de septembre en est un bon exemple. Selon les résultats de ces enquêtes, l'activité en zone euro a crû à un rythme soutenu au cours du mois, grâce notamment à l'élan offert par l'Allemagne. Les pressions inflationnistes se sont certes renforcées via l'augmentation des prix de l'énergie mais une diffusion plus large reste encore difficile à envisager, notamment par le biais des salaires dans un contexte où les indicateurs avancés de l'emploi ne montrent pas de signaux très forts de reprise. Cet environnement pourrait pousser la BCE et ses membres partisans d'une ligne plus dure à effectuer une hausse de taux supplémentaire en octobre ou décembre, justifiée par une croissance résiliente malgré le choc énergétique et par la crainte des effets de second tour[10] sur l'inflation. Une croissance plus forte encore, couplée à une véritable diffusion des pressions inflationnistes, ce que nous n'anticipons toujours pas à ce stade, serait néanmoins nécessaire pour dépasser le seuil des 2,75%, déjà qualifié de « modérément restrictif ». Il conviendra également d'observer les effets de la hausse récente des rendements souverains sur le comportement des ménages et des entreprises. Cela plaide également pour anticiper des baisses de taux plus lointaines et plus mesurées, tant que la situation persiste.

Au Royaume-Uni, la faiblesse de l'activité en septembre devrait appuyer l'idée d'un statu quo prolongé. Le maintien des prix de l'énergie à des niveaux élevés pourrait néanmoins pousser la BoE à remonter ses taux en novembre, par crainte des effets de second tour.

Restent les États-Unis, où la croissance de l'activité et les indicateurs de l'emploi ont rarement été aussi bien orientés, selon le commentaire accompagnant la publication des enquêtes PMI. Des pressions inflationnistes par le biais d'une réaccélération de la progression salariale sont également mentionnées. Prudence est de mise et d'autres points de données seront nécessaires pour s'en assurer, mais notons que ces résultats s'inscrivent dans une tendance établie depuis plusieurs mois à en juger par l'allure d'autres indicateurs. Cette configuration donne ainsi du crédit aux propos de Kevin Warsh suggérant une politique monétaire encore accommodante et alimente a minima la perspective d'un retour à la situation prévalant avant les trois baisses de taux effectuées en 2025, soit un taux directeur à 4,50% en haut de fourchette…

La recherche du taux neutre a cela de fascinant qu'elle relève aussi bien du défi intellectuel que d'une forme de fantasme. Les banquiers centraux avancent à tâtons et apprennent en faisant. De la même manière que la perception que l'on a des étoiles dans le ciel représente l'image passée de ces corps célestes, les banques centrales évaluent des paramètres à la localisation incertaine, les poussant parfois à être bernées plutôt que guidées par les étoiles…

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.

[6]Président actuel de la Fed (Réserve fédérale des États-Unis).
[7]Président de la Fed (Réserve fédérale des États-Unis) de février 2018 à mai 2026.
[8] « *We are navigating by the stars under cloudy skies* ».
[9]Purchasing Managers' Index : indicateur mesurant l'évolution de l'activité économique à partir d'enquêtes menées auprès des entreprises.
[10]Propagation durable d'une hausse des prix aux salaires, puis à l'ensemble de l'économie.

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 24.09.2026.

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