

Le tube de l'été



Le vendredi 14 août, le taux de l'emprunt français à dix ans a franchi la barre des 4 %, un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis la grande crise financière. Il a continué de progresser depuis, dépassant même 4,1 %. Mais la France n'est pas seule en cause : les rendements obligataires se sont tendus aux États-Unis, au Japon et dans la plupart des pays européens.

Cette hausse générale obéit à des causes communes. Son ampleur en France révèle cependant une fragilité qui nous est propre.

1. Une hausse mondiale des taux

La première cause de la nervosité des marchés tient à la résistance de l'inflation dans les grandes économies.

Après la pandémie, l'excès de création monétaire et la désorganisation des chaînes logistiques, puis les tensions provoquées par la guerre en Ukraine, avaient entraîné le retour d'une inflation inconnue depuis les années 1970.

Les banques centrales avaient réagi en relevant fortement leurs taux directeurs. Les rendements obligataires s'étaient également tendus, mais dans une moindre mesure. Seul le Japon, encore marqué par près de trois décennies de quasi-déflation, avait fait cavalier seul en maintenant une politique monétaire particulièrement accommodante.

La situation semblait pourtant se normaliser. Au début de l'année 2025, l'inflation européenne se rapprochait de l'objectif de 2 %. Elle demeurait proche de 3 % aux États-Unis, mais partait de plus haut.

La guerre commerciale déclenchée par Donald Trump en avril 2025, puis l'intervention militaire en Iran et ses conséquences sur les prix de l'énergie, ont interrompu cette décrue au moment même où la croissance mondiale ralentissait.

Les banques centrales se trouvent désormais confrontées à un dilemme : relever leurs taux pour contenir l'inflation, au risque d'affaiblir encore l'activité, ou patienter dans l'espoir que les tensions sur les prix finiront par se dissiper. La BCE a choisi, prudemment, la première voie en relevant ses taux en juin. La Réserve fédérale américaine tempore.

Cette attitude inquiète les marchés. Kevin Warsh a été nommé à la tête de la Réserve fédérale avec l'objectif affiché de favoriser une baisse des taux. La guerre en Iran ne lui a toutefois pas permis de poursuivre la détente engagée par son prédécesseur. Les investisseurs redoutent désormais que la prudence monétaire américaine ne soit dictée par la volonté de soutenir l'activité jusqu'aux élections de novembre, quitte à laisser perdurer les tensions inflationnistes.

La communication de la nouvelle présidence de la Fed n'a rien arrangé. Lors de ses deux premières réunions, Kevin Warsh a renoncé à donner des indications précises sur l'évolution future des taux (la fameuse « forward guidance ») sans permettre au marché de comprendre clairement selon quels critères la Réserve fédérale prendrait désormais ses décisions. En voulant moins guider les investisseurs, il les a surtout désorientés.

Les initiatives du Trésor américain suscitent également des interrogations. Celui-ci a doublé ses opérations de rachat d'obligations à long terme afin d'améliorer la liquidité du marché et de contenir la tension sur les rendements. Même si le programme normal d'émissions est maintenu, ces interventions donnent le sentiment que les autorités cherchent à agir directement sur les taux longs.

Les États-Unis ont également participé, aux côtés du Japon, à une intervention destinée à soutenir le yen. L'objectif était notamment d'éviter que les tensions japonaises ne se propagent aux marchés mondiaux et n'accentuent encore la hausse des taux américains.

Derrière ces inquiétudes se profile la montagne de dette américaine. Comme la dette française, elle continue de croître sous l'effet d'un déficit budgétaire supérieur à 6 % du PIB. De part et d'autre de l'Atlantique, les responsables politiques ne semblent guère disposés à réduire le train de vie de l'État. Dans ce contexte, la tentation peut être grande de tolérer un peu plus d'inflation : elle érode la valeur réelle de la dette et permet de repousser les décisions budgétaires difficiles.

Un dernier phénomène contribue à la hausse des taux : les États ne sont plus seuls à solliciter massivement l'épargne mondiale. Les grandes entreprises technologiques, qui avaient puisé en 2025 dans leurs importantes réserves de trésorerie pour financer les investissements colossaux exigés par l'intelligence artificielle, se tournent désormais vers le marché obligataire.

Les émissions liées à l'IA auraient atteint environ 225 milliards de dollars au premier semestre 2026, soit presque dix fois plus qu'au cours de la période précédente. Elles pourraient approcher 400 milliards sur l'ensemble de l'année. À ces emprunts s'ajoutent des engagements considérables portant sur l'achat de processeurs et la location de capacités informatiques.

Cette nouvelle demande de capitaux place les États en concurrence avec les entreprises. Lorsque les besoins de financement augmentent plus rapidement que l'épargne disponible, son prix monte : ce prix, c'est le taux d'intérêt.

2. Une fragilité bien française

C'est bien connu : en France, on n'a pas de pétrole, mais on a des idées.

Un candidat déclaré à la prochaine élection présidentielle, soutenu par un éminent banquier d'affaires, promet de régler le problème de la dette française en effaçant la partie détenue par la Banque de France dans le cadre de l'Eurosystème.

Un peu comme si un ménage ayant acheté un appartement par l'intermédiaire d'une SCI, entièrement financée par ses comptes courants d'associés, décidait de supprimer l'endettement excessif de la société en renonçant à sa propre créance. Pas de miracle, donc : la dette de la SCI disparaîtrait, mais le patrimoine du ménage serait amputé d'autant¹.

Ce n'est pas un hasard si la dette de l'État occupe une place croissante dans le débat politique. La France ne parvient pas à maîtriser ses dépenses et doit désormais financer ses déficits à un coût de plus en plus élevé.

En 2025, le Portugal, la Grèce et l'Italie ont dégagé des excédents primaires² représentant respectivement 2,6 %, 4,9 % et 0,8 % de leur PIB, tandis que l'Espagne revenait à l'équilibre. Avec un déficit primaire de 2,9 % du PIB, la France se situait à l'inverse en queue de peloton, au troisième rang des plus mauvais résultats de la zone euro.

La situation devient d'autant plus délicate que la croissance nominale française, limitée à 1,9 %, est désormais très inférieure au taux auquel l'État emprunte. Lorsque le coût de la dette dépasse durablement la progression des richesses et des revenus, l'endettement peut augmenter mécaniquement, même avant toute nouvelle dépense : c'est l'effet « boule de neige ».

L'écart entre le taux français à dix ans et la croissance nominale atteint aujourd'hui plus de deux points. Apparu à la fin de l'année 2024, il n'a cessé de s'élargir, alors

¹ Au surplus, les titres détenus par la Banque de France obéissent aux règles de l'Eurosystème, qui ne permettent pas un tel passe-passe financier.

² Solde des recettes et des dépenses publiques avant paiement des intérêts de la dette.

qu'il demeure négatif en Allemagne, en Grèce, en Espagne et au Portugal. Le relèvement des taux de la BCE en juin et la réduction progressive de son bilan ne facilitent évidemment pas l'équation française.

La France n'est cependant pas encore confrontée à une crise de la dette. Son endettement public atteignait 115,6 % du PIB à la fin de 2025, contre 137,1 % en Italie et 146,1 % en Grèce. De même, si le taux français à dix ans dépasse désormais le taux italien, l'Italie supportait encore en 2025 une charge d'intérêts représentant 3,9 % du PIB, contre 2,2 % pour la France.

La tension actuelle traduit donc moins une crise de solvabilité immédiate qu'une inquiétude sur notre trajectoire. Les investisseurs ne sanctionnent pas seulement le niveau de la dette : ils s'interrogent sur la capacité politique du pays à interrompre sa progression.

Or aucun des nombreux candidats déjà déclarés ou autoproclamés ne présente, à ce jour, de programme suffisamment précis et crédible pour ramener durablement les déficits dans des limites acceptables. Faute de décisions prises aujourd'hui, l'heure des comptes risque fort de sonner au cours du prochain quinquennat.

 **Maubourg Patrimoine publié dans Challenges pour son expertise patrimoniale internationale.**

[→ Découvrir l'article](#)

 [Échanger avec un conseiller](#)

Vous souhaitez faire le point sur votre portefeuille ?

Nos conseillers peuvent analyser votre exposition aux valeurs technologiques et vous proposer une allocation adaptée à vos objectifs.