

LA LETTRE HEBDOMADAIRE

Semaine du 24 au 28 août 2026

CETTE SEMAINE EN CHIFFRES

- Taux d'emprunt de l'État américain à 10 ans : remonté à 4,71% vendredi, après une intervention du Trésor américain qui l'avait fait redescendre à 4,65% plus tôt dans la semaine
- Anticipations sur la banque centrale américaine : le marché voit désormais une chance sur trois qu'elle remonte ses taux en septembre, alors qu'une pause était attendue avant le discours de son président ce vendredi
- Taux d'emprunt de l'État français à 10 ans : au-dessus de 4%, porté par une inflation plus forte que prévu (2,4% en France, 4,3% en Espagne) ; l'agence Fitch a maintenu sa note sur la France ce vendredi, sans changement
- Or : nouveau plus haut au-dessus de 4 600 dollars l'once en début de semaine, avant un net repli vendredi sous 4 500 dollars après le discours de Jackson Hole
- S&P 500 (indice large des actions américaines) : -1,4% sur la semaine
- Nasdaq (indice concentré sur la technologie et les valeurs de croissance) : -2,1% sur la semaine, nettement moins bien orienté que les actions de type Value

LE FAIT DE LA SEMAINE : LE TRÉSOR AMÉRICAIN INTERVIENT POUR FAIRE BAISSER LES TAUX D'EMPRUNT DE L'ÉTAT

LE FAIT : Les taux d'emprunt à long terme de l'État américain ont grimpé cette semaine à des niveaux inédits depuis vingt ans (4,74% sur l'échéance à 10 ans, plus de 5,27% sur celle à 30 ans), sous l'effet des craintes sur le déficit américain et d'un pétrole cher (le Brent au-dessus de 90 dollars, porté par les tensions au Moyen-Orient). En réponse à cette hausse des taux longs, le Trésor américain a doublé ses rachats de dette américaine à long terme le 19 août, de 2 à 4 milliards de dollars par opération. En rachetant lui-même sa dette avant échéance, il crée un acheteur supplémentaire sur le marché, ce qui fait monter le prix de l'obligation et, mécaniquement, baisser son taux. Résultat immédiat : le taux américain à 10 ans est retombé vers 4,65%, celui à 30 ans vers 5,20%.

Ce n'est pas la première fois ce mois-ci que le Trésor doit intervenir sur ce sujet. Le Japon est le premier créancier étranger des États-Unis, avec plus de 1 100 milliards de dollars de dette américaine détenue. Fin juillet, le yen japonais a souffert d'un double choc : le Japon paie son pétrole en dollars, donc la hausse du Brent liée au Moyen-Orient a alourdi sa facture et pesé sur sa monnaie, en plus de l'écart de taux avec les États-Unis qui pousse depuis des années à emprunter en yen, à taux bas, pour investir dans des devises offrant des taux plus élevés (le fameux « carry trade »). Le risque était que le Japon, pour se procurer des dollars, vende sa dette américaine plutôt que de continuer à vendre du yen contre des dollars sur le marché des changes, ce qui aurait affaibli sa monnaie encore davantage. Or une vente massive de dette américaine par le Japon, premier créancier étranger des États-Unis, aurait ajouté un vendeur de poids sur ce marché, ce qui aurait fait grimper les taux longs américains déjà sous tension, et donc directement le coût d'emprunt du Trésor américain lui-même. Pour l'éviter, le Trésor américain est intervenu indirectement en vendant des euros de ses réserves pour acheter du yen sur le marché des changes, plutôt que de vendre ses propres dollars, et a poussé le Japon à utiliser une facilité de la banque centrale américaine appelée FIMA repo. Le principe est celui d'un prêt sur gage : plutôt que de vendre ses obligations américaines pour obtenir des dollars, le Japon peut les déposer en garantie auprès de la Fed en échange de dollars, puis les récupérer plus tard en remboursant. Il n'y a donc aucune vente sur le marché, juste un dépôt temporaire. L'objectif n'était donc pas de soutenir le yen en soi, mais de contenir la hausse des taux longs américains.

NOTRE LECTURE : Le fil entre ces deux épisodes, c'est qu'à chaque poussée de tension sur les taux d'emprunt américains, c'est le Trésor qui agit, pas la banque centrale américaine (la Fed), qui pilote normalement ces taux via sa politique monétaire. Ces deux institutions gèrent désormais le même levier pour des raisons différentes : la Fed

cherche à contenir l'inflation, quitte à tolérer des taux élevés pour y parvenir, tandis que le Trésor cherche à limiter la hausse du coût d'emprunt de l'État pour éviter que la charge d'intérêts de sa dette, déjà au-dessus de 40 000 milliards de dollars, n'aggrave elle-même le déficit budgétaire qu'elle est censée financer. Ce bras de fer s'est joué en direct sous nos yeux cette semaine : retombé à 4,65% après l'intervention du Trésor le 19 août, le taux américain à 10 ans est remonté à 4,71% d'ici vendredi, après que le président de la Fed Kevin Warsh a durci le ton sur l'inflation au symposium de Jackson Hole, jugeant que les tendances de fond ne se sont pas vraiment améliorées et laissant entendre que la Fed pourrait devoir remonter ses taux dans les prochains mois. Normalement, des taux d'emprunt plus élevés rendent le dollar plus attractif pour les investisseurs étrangers et le font monter. Or malgré des taux américains au plus haut depuis vingt ans, le dollar reste faible. Cette décorrélation est le vrai signal : le marché ne récompense plus le rendement offert par les taux américains, il s'inquiète de la solidité de la mécanique qui les maintient, et cette instabilité institutionnelle y est très probablement pour quelque chose.

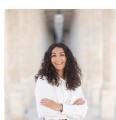
EN PRATIQUE — Point de vigilance : *Tant que la Fed et le Trésor tireront les taux américains dans des directions opposées, les mouvements de taux resteront plus imprévisibles que d'habitude, et le dollar en paiera le prix : c'est un facteur de fragilité à surveiller, plus que le niveau des taux lui-même.*

LE SIGNAL SOUS-ESTIMÉ : L'OR, OTAGE DU BRAS DE FER ENTRE LA FED ET LE TRÉSOR

LE FAIT : Historiquement, l'or réagit aux taux réels (le taux d'emprunt une fois l'inflation déduite) par un simple calcul de coût d'opportunité : détenir de l'or ne rapporte aucun intérêt, donc quand les taux réels montent, il devient plus coûteux de renoncer au rendement qu'offriraient d'autres placements pour détenir de l'or à la place, ce qui pèse sur son cours ; quand les taux réels baissent, ce coût diminue et l'or devient plus attractif. Or cette semaine, les taux réels sont restés globalement stables, autour de 2,50%, sans baisser. Pourtant l'or a grimpé au-dessus de 4 600 dollars l'once en tout début de semaine, avant de retomber sous 4 500 dollars vendredi après le discours de Kevin Warsh à Jackson Hole, sa plus forte baisse journalière depuis plusieurs semaines.

NOTRE LECTURE : Ce qui a bougé, ce n'est pas le niveau des taux réels eux-mêmes, mais les anticipations sur leur trajectoire future. Avant Jackson Hole, la probabilité d'une hausse des taux Fed en septembre était retombée à environ 34-40%, apaisée par l'intervention du Trésor sur sa propre dette, ce qui a laissé le champ libre à la crainte sur la crédibilité budgétaire pour pousser l'or à la hausse malgré des taux réels inchangés. Vendredi, le ton plus ferme de Warsh a fait remonter cette probabilité vers 50%, et l'or a immédiatement reculé, comme le voudrait la mécanique du coût d'opportunité face à une perspective de taux plus élevés. L'or n'a donc pas décroché de sa relation avec les taux réels, il a plutôt été pris en étau entre deux forces qui s'annulent en partie : la crainte fiscale portée par le Trésor, qui le pousse vers le haut, et les anticipations de la Fed, qui le retiennent vers le bas dès qu'elles se durcissent.

EN PRATIQUE : *Tant que la Fed et le Trésor enverront des signaux contraires sur les taux américains, l'or continuera probablement à alterner entre hausses sur la crainte fiscale et reculs sur les anticipations de taux, plutôt que de suivre une tendance stable dans un sens ou dans l'autre.*



Delphine LALOUM

Présidente, Arkana Capital



Baptiste LE NAOUR JAMBON

Directeur Général, Arkana Capital

Le présent document a un caractère exclusivement informatif et pédagogique. Il ne constitue en aucun cas une recommandation d'investissement, un conseil personnalisé, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'instruments financiers au sens de l'article L.541-1 du Code monétaire et financier. Les informations qu'il contient ne tiennent pas compte de la situation personnelle, patrimoniale ou fiscale du lecteur.

© 2026 Arkana Capital. Tous droits réservés. Ce document est la propriété d'Arkana Capital et ne peut être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers, en tout ou partie, sans autorisation préalable écrite.