

## Etats-Unis : ça twist ?



### Résumé :

- Malgré les interventions du Trésor américain ces derniers mois, les taux longs se tendent aux Etats-Unis, dans un contexte d'inflation supérieure à la cible de la Fed et de dégradation des finances publiques.
- La Fed pourrait intervenir via une opération de Twist afin de compresser la prime de terme et ainsi tenter de réduire les taux longs.
- La Fed disposerait d'un niveau d'intervention élevé, où son stock important d'obligations souveraines de court terme (près de 1 700 Mds USD) lui confère également un effet signal capable de convaincre les marchés de sa détermination à infléchir la trajectoire des taux longs.
- Si un Twist n'était pas suffisant pour durablement baisser les taux longs, la Fed pourrait s'appuyer sur d'autres outils (taille de son bilan, FIMA), ce qui entrerait en revanche en contradiction avec l'approche prudente du Président de la Fed K. Warsh.

Dans un contexte d'accroissement de l'endettement public et de craintes d'un choc boursier, les Etats-Unis traversent une nouvelle période de tensions sur les taux d'intérêt de long terme. Les taux obligataires souverains à 10 ans avoisinaient 4,7 % en août 2026, un pic atteint uniquement à deux reprises depuis vingt ans (septembre 2023 et août 2007). Une situation préoccupante sachant que ces taux longs servent de référence pour déterminer les autres taux d'intérêt de long terme aux Etats-Unis (les taux hypothécaires par exemple). L'enjeu se situe tant sur les comptes publics américains que sur le financement de son économie.

Face à cette situation, le Trésor américain a réagi en s'engageant à [doubler ses rachats de titres souverains américains](#). Cependant, les marges de manœuvre du Trésor pour atténuer les pressions sur les taux long demeure très limitée et une intervention de la Réserve Fédérale (Fed) semblerait plus adaptée. Dans ce cadre, il est de plus en plus question que la Fed procède à une « Opération de Twist ».

En quoi consisterait une telle opération et sera-t-elle suffisante pour espérer une détente sur les taux longs ?

## Principe des opérations de Twist

Une « Opération de Twist » est un outil monétaire qui consiste à intervenir sur la [courbe des taux](#). La dernière fois que la Fed y a eu recours date de [2011-2012](#).

Dans le cadre d'un Twist, une Banque centrale vend des obligations avec des maturités de court terme (généralement inférieure à 3 ans) pour acheter des obligations avec des maturités de long terme (généralement supérieure à 5 ans). En achetant ce type de titres, la Banque centrale alimente ainsi sa demande, favorisant une hausse du prix des obligations de long terme et donc à une diminution de leur rendement<sup>1</sup>.

Contrairement aux outils monétaires non conventionnels, comme les programmes de rachats d'obligations (de type [Quantitative Easing](#), QE), il n'y pas de création monétaire *stricto sensu* avec une opération de Twist. Si un Twist vient modifier la structure du bilan de la Banque centrale, la taille du bilan n'a pas vocation à être modifiée.

La capacité de la Banque centrale à effectivement baisser les taux longs via un Twist tient i) aux montants engagés dans l'opération et ii) à la force de signal envoyé aux marchés, marquant la détermination de la Banque centrale à infléchir la trajectoire des taux longs. En effet, alors que le contrôle de la Banque centrale sur les taux courts est très fort<sup>2</sup>, les taux longs sont davantage le résultat de mécanismes de marché<sup>3</sup>.

Ainsi, une telle opération peut ne pas être suffisante ou n'être efficace que très temporairement. Avant même de se pencher sur la question de l'efficacité d'une opération de Twist aux Etats-Unis, il convient de comprendre quels sont les déterminants de la hausse des taux longs.

---

<sup>1</sup> Du fait de la relation inverse entre prix et rendement d'une obligation.

<sup>2</sup> Etant donné que c'est la Banque centrale qui fixe les principaux taux d'intérêt de court terme.

<sup>3</sup> Offre et demande de titres, primes de risques, anticipations des agents économiques sur les besoins futurs de financement, etc.

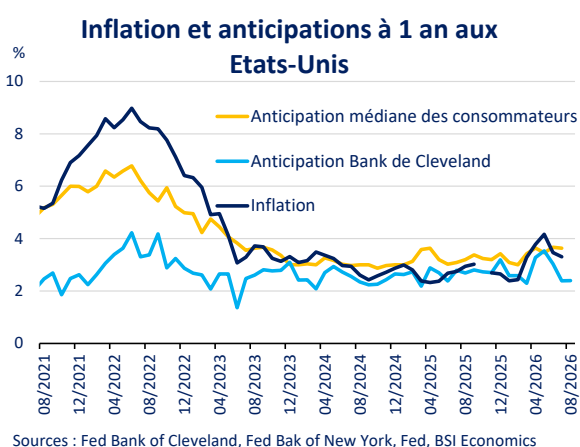
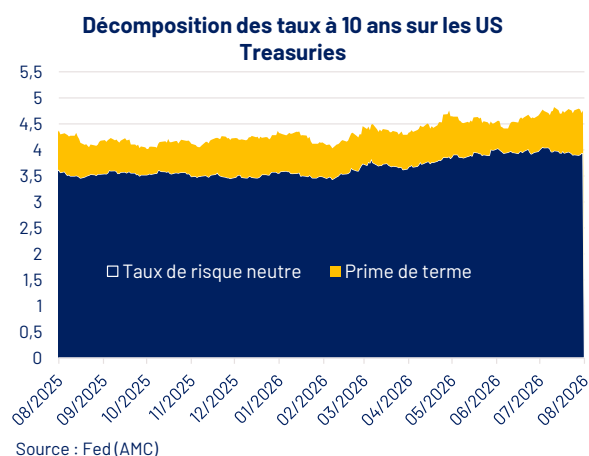
## A l'origine de la hausse des taux longs aux Etats-Unis

Le niveau des taux longs résulte des anticipations d'évolution du niveau des taux courts, particulièrement influencées par les taux directeurs de la Banque centrale, et de l'évolution d'une prime de risque exigée par les investisseurs, qui dépend de plusieurs critères (risque de duration<sup>4</sup>, inflation, risque politique, etc.).

La Fed adopte cette approche lorsqu'il s'agit de décomposer les taux longs en deux catégories :

1. Le taux de risque neutre, soit le rendement d'une obligation si les investisseurs ne demandaient aucune compensation pour le risque de duration. Le taux de risque neutre est donc assimilable aux anticipations des futurs taux de court terme.
2. La prime de terme, qui correspond à la rémunération supplémentaire qu'un investisseur exige pour détenir une obligation de maturité longue plutôt que de détenir une obligation de court terme renouvelée à chaque échéance.

Le taux de risque neutre dépend donc intimement des anticipations des *Fed Funds*, les taux de référence de court terme la Fed, et donc des anticipations d'inflation. Depuis un an, le taux de risque neutre a tendance à augmenter (cf. graphique ci-dessous à gauche), accroissant *de facto* sa contribution pour expliquer la dynamique des rendements obligataires de long terme, notamment celles de maturité 10 ans. Cela signifie que le marché anticipe une évolution à la hausse des taux courts, notamment en réponse aux tensions inflationnistes.



En effet, la Fed pilote sa politique monétaire selon le niveau et les projections de l'inflation. A ce stade, les anticipations tablent sur une inflation durablement supérieure à sa cible (+2 %, cf. graphique ci-dessus à droite) et ne plaident donc pas pour un assouplissement de la politique monétaire de la Fed prochainement (cf. les anticipations des Fed Funds sur [CME Fed Watch](https://www.cmefedwatch.com/)). Dans un tel contexte, le taux de risque neutre continuerait de porter les taux longs et limiterait donc l'impact d'une

<sup>4</sup> Le risque de voir la valeur de l'obligation évoluer au gré des modifications des taux d'intérêt de marché, avec une exposition croissante selon la duration de l'obligation.

opération de Twist.

L'incertitude entourant l'évolution des droits de douane et l'issue du conflit au Proche Orient n'offre que peu de visibilité sur la trajectoire de l'inflation américaine (+3,3 % en glissement annuel en juillet). Dès lors, et ce depuis 2024, la prime de terme a tendance à augmenter, les investisseurs exigeant une rémunération plus élevée pour supporter le risque de duration (cf. ndbp numéro 4). Or, c'est sur cette prime de terme que le Twist aurait le plus d'impact.

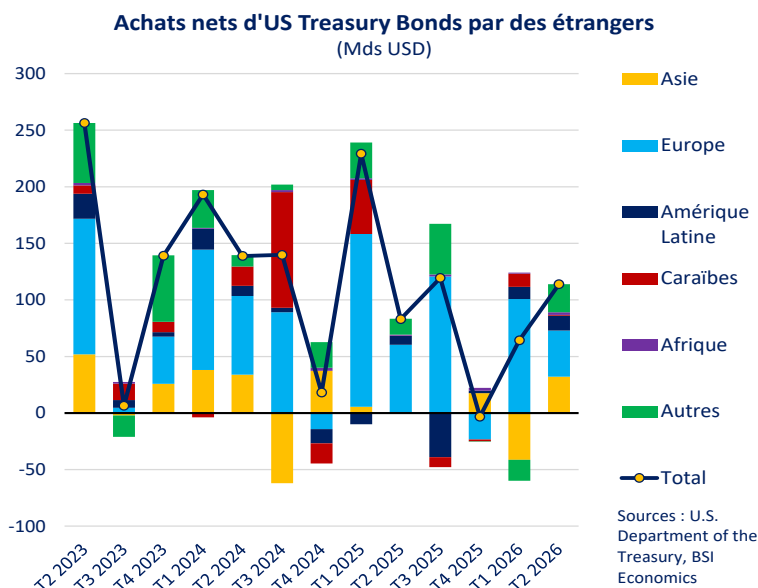
[Certaines analyses](#) voient dans la hausse de cette prime de terme, le signe d'un désengagement croissant des investisseurs non-résidents vis-à-vis des obligations du Trésor américain (US Treasuries). L'idée sous-jacente étant que ces investisseurs ne sont pas tenus par un engagement spécifique à détenir leurs US Treasuries jusqu'à maturité et pourraient s'en séparer pour disposer de dollar frais<sup>5</sup>, provoquant une pression haussière sur la prime de terme. En juin 2026, ces investisseurs détenaient 24 % des US Treasuries en circulation, contre près de 32 % il y a une décennie<sup>6</sup>. Le graphique ci-dessous offre toutefois une lecture alternative : les achats nets d'US Treasuries restent largement positifs et il est difficile d'observer ces dernières années une tendance claire se dessinant à la baisse sur les achats<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Les raisons pour lesquelles une Banque centrale pourrait vendre ses US Treasuries sont diverses : limiter le risque de moins-value à son actif quand les rendements des US Treasuries augmentent, répondre à un besoin de liquidités en USD des institutions financières sur son marché local, disposer de dollar pour racheter sa propre devise et tenter de maintenir son cours, etc.

<sup>6</sup> Il convient de noter que cette nouvelle répartition est liée aux faits que les investisseurs américains ont massivement acheté des obligations souveraines américaines, dans des volumes dépassant largement ceux des non-résidents, au point de réduire la part de ces derniers dans le total. Les montants d'US Treasuries détenus par des non-résidents ont bien augmenté ces dernières années (9 340 Mds USD au T2 2026 contre 6 241 Mds USD il y a dix ans, hors effets de change).

<sup>7</sup> Pour lutter contre le risque spécifique de cessions d'US Treasuries par des non-résidents, au risque de peser sur la prime de terme, la Fed dispose d'autres outils que le Twist. Par exemple, les accords de swaps de devises avec d'autres Banques centrales leur permet de disposer de dollar américain (USD) sans avoir à céder leurs US Treasuries. De plus, le *Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility* (FIMA) a été introduit en 2020. Le FIMA permet aux Banques centrales étrangères d'accéder à la liquidité en USD via à des opérations de mises en pension<sup>7</sup> d'US Treasuries auprès de la Fed. Peu utilisé à ce stade, il pourrait néanmoins être conjointement utilisé avec une opération Twist si l'objectif est de réduire des tensions sur les taux longs causés par les investisseurs étrangers. [Ce dispositif semble notamment intéresser le Japon.](#)



La véritable raison derrière l'augmentation de la prime de terme semble moins dépendre de la nature des investisseurs que de la perception dégradée des finances publiques américaines, avec un [endettement endémique](#) causé par des déficits publics de plus en plus abyssaux. Sur les dix premiers mois de l'exercice fiscal 2026, c'est déjà [1 800 Mds USD d'emprunts qui ont été contractés](#), ce qui impliquerait un nouveau dérapage budgétaire en 2026. Malgré une volonté de réduire le déficit public dès 2027, le [Committee for a Responsible Federal Budget](#) reste très sceptique quant à l'atteinte d'un tel objectif. Dans le même temps, [la structure de la dette publique américaine continue de se dégrader](#).

La demande d'US Treasuries ne peut se permettre de faiblir quand les besoins de financement, liés au creusement du déficit public (-7,5 % du PIB prévu par le FMI pour 2026), ne cessent d'augmenter. Dès lors, un twist réussi consisterait non seulement à alimenter la demande d'US Treasuries de maturités longues tout en réduisant les rendements obligataires.

## Quel(s) scénario(s) pour un Twist efficace ?

Une opération de Twist est une opération qui a vocation à n'être que temporaire. Temporaire car la Fed connaît un plafond naturel à ses ventes d'obligations de court terme, qui correspond plus ou moins au montant de ses détentions d'obligations de maturité courte (inférieure à 3 ans). [Selon les données de son bilan au 26 août](#) combinées avec les données de la [Federal Reserve System Open Market Account \(SOMA\)](#), le montant estimé d'obligations de court terme (maturité inférieure à 3 ans) serait de 1 747,1 Mds USD<sup>8</sup>, ce qui lui confère un niveau d'intervention très élevé (en 2011-2012, la Fed avait vendu pour près de [634 Mds USD](#)) et potentiellement un impact décisif en convertissant ces ventes en achats d'obligations de maturité longue.

Elle n'aurait pas besoin de liquider la totalité de ce stock d'obligations de court terme afin de rompre avec la dynamique actuelle. En réalité, elle serait même contrainte de ne pas tout vendre, soit une capacité d'intervention probablement inférieure à 1 784, 4

<sup>8</sup> 541,4 Mds USD de bills (maturité inférieure à 1 an) selon la Fed, et 1 205,7 Mds USD d'obligations de maturité inférieure à 3 ans selon la SOMA.

Mds USD. En effet, détenir des titres de court terme pour la Fed revêt d'un intérêt stratégique et lui offre la possibilité d'un meilleur pilotage des réserves<sup>9</sup> et par ailleurs d'équilibrer son bilan<sup>10</sup>. Un stock important confère néanmoins un effet signal puissant, en laissant sous-entendre que la Fed pourrait mener plusieurs opérations de Twist successives sans complètement entamer ses marges d'intervention (comme entre 2011 et 2012). Un tel effet signal pourrait durablement diminuer la prime de terme, même après la fin des opérations de Twist.

Cependant, les investisseurs pourraient considérer que la compression de la prime de terme ne serait qu'artificielle, et exiger une rémunération plus élevée pour détenir des titres de long terme dès que le Twist se termine (par exemple dans un scénario où la Fed épuise trop rapidement ses capacités de vente de titres courts). Dans un tel cas de figure<sup>11</sup>, bien que les Fed Funds soient éloignés du taux plancher de 0 %, la Fed pourrait actionner un outil supplémentaire, en jouant sur la taille de son bilan.

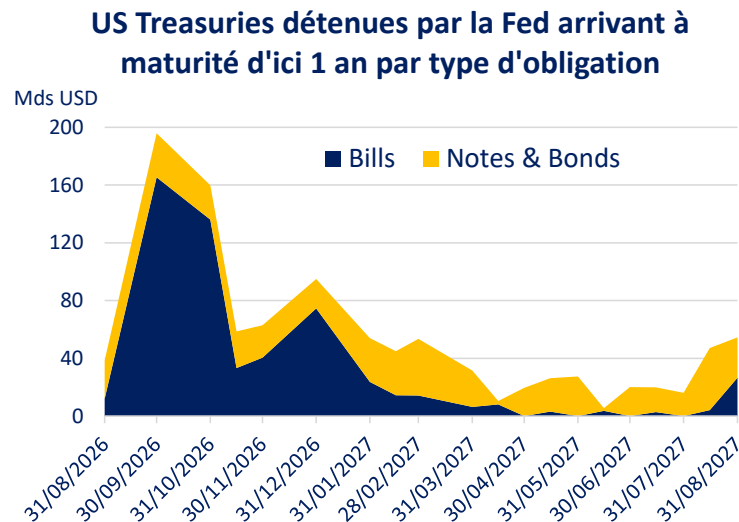
En principe, [la Fed réduit la taille de son bilan](#) depuis 2022 via son [Quantitative Tightening](#). Elle a néanmoins modifié son régime en la matière en octobre 2025, en annonçant finalement réinvestir les remboursements obtenus de ces titres arrivant à maturité en achats d'US Treasuries de maturité courte ! En complément d'un Twist et pour maintenir plus durablement une compression de la prime de terme, la Fed pourrait répartir ses réinvestissements entre des US Treasuries à court et à longue maturité, avec notamment un montant important à réinvestir en octobre 2026 (cf. graphique ci-dessous). Cependant, une telle solution irait probablement à l'encontre de [la conception de la politique monétaire du K. Warsh](#), le nouveau Président de la Fed.

---

<sup>9</sup> De manière très schématique, en vendant des bills, la Fed détruit des réserves, ce qui peut réduire la liquidité disponible sur le marché bancaire. Toutefois, avec une opération de Twist, les achats de notes offrent la possibilité de recomposer ces réserves, soit un effet neutre sur le bilan de la Fed et une modification bilantielle de risque de durée pour les opérateurs financiers.

<sup>10</sup> Au risque sinon d'être confronté à un risque classique de *maturity mismatch* où la Fed s'expose à un risque de taux (plus faible sensibilité de l'actif long à la hausse des taux par rapport à un passif court). Pour plus d'explications, se référer à [cet article très complet de la Fed](#).

<sup>11</sup> Il existe également un cas de figure où la pénurie relative d'offre d'US Treasuries de long terme (car une partie non négligeable sera captée par la Fed et donc plus accessible aux autres investisseurs) amène les investisseurs à vouloir acquérir d'autres titres obligataires de long terme. Si les obligations présentant ces caractéristiques sont celles émises par des gouvernements étrangers (Allemagne, Japon, France, Royaume-Uni par exemple), les investisseurs pourraient céder des titres en USD pour acheter ces obligations, au risque d'exercer des pressions à la baisse sur l'USD. Dans une telle configuration, cela pourrait générer de l'inflation importée au risque d'alimenter à la hausse le risque de taux neutre et la prime de terme. Un scénario qui reste néanmoins peu probable, car acheter des obligations libellées dans d'autres devises se confrontent à certains obstacles (disponibilité des actifs en quantité, coûts de couverture de risque de change, etc.).



Sources : New York Fed, SOMA, BSI Economics

## « Twist & No Shout » pour contenir les taux longs

Une opération de Twist de la Fed semble cohérente pour réduire les taux longs, via une compression de la prime de terme. Son efficacité serait probablement maximale dans une configuration où les craintes concernant l'inflation seront suffisamment atténuées pour que la Fed baisse les Fed Funds et comprime ainsi le taux de risque neutre.

En principe, la Fed disposerait de suffisamment de marges pour qu'une opération de Twist soit efficace, au moins temporairement. Cependant, la diminution des rendements obligataires reste un sujet intimement budgétaire. A force de trop compter sur la Fed, le Trésor américain s'éloigne de l'essentiel : une consolidation budgétaire s'impose. S'appuyer sur un Twist de Fed ne serait qu'une rustine de court terme, or les enjeux de soutenabilité de l'endettement public à court et moyen terme se jouent dès à présent.

L'efficacité de l'opération de Twist dépendra *in fine* de la capacité de la Fed à convaincre les marchés tant de sa détermination que de la solidité de la trajectoire budgétaire américaine... pour laquelle l'institution monétaire n'a pas vocation à exercer une influence directe, étant donné qu'elle est indépendante ! Si la Fed est incitée à intervenir sur les taux longs, avec ou sans opération de Twist, il faudra que cela soit pour une raison en accord avec son mandat et non par contrainte, un sujet de plus en plus brûlant au vu des attaques répétées du Président américain vis-à-vis de la Fed.

**Victor LEQUILLERIER**

Article rédigé le 28 août 2026