



## Ce qui se cache derrière la hausse des taux longs japonais

26 janvier 2026

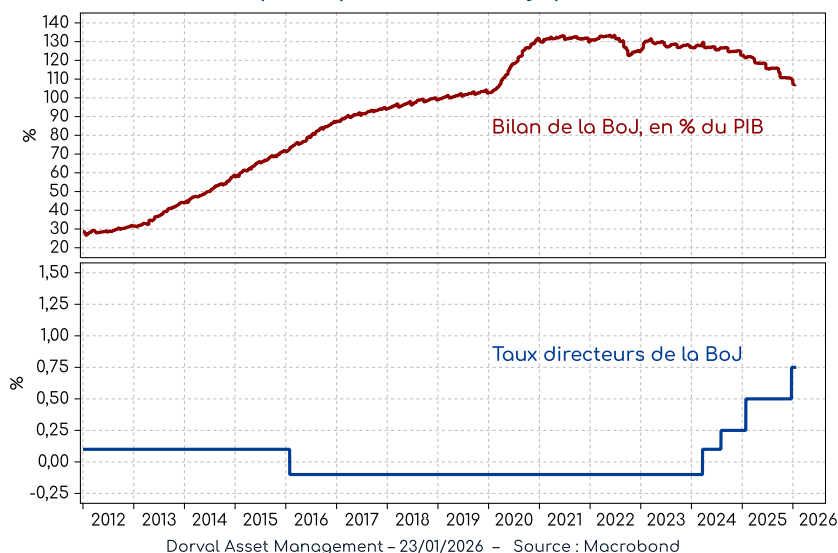
Chers clients, chers partenaires,

Les taux longs japonais ont à nouveau fortement accéléré à la hausse, ce qui ajoute à la confusion des investisseurs déjà stressés par la crise du Groenland. Le marché obligataire japonais semble avoir du mal à retrouver un fonctionnement normal après tant d'années d'interventionnisme systématique de la Banque du Japon.

Depuis 2013, la politique de la Banque du Japon (BoJ) est claire : désancrer les agents économiques japonais de leurs habitudes déflationnistes pour les réancrer sur une anticipation d'inflation de 2% en moyenne. Pendant plus de 10 ans, cet objectif a nécessité la mise en œuvre d'une politique monétaire ultra-expansionniste : taux d'intérêt nuls ou légèrement négatifs et achats massifs d'actifs (obligations et actions).

Depuis 2024 le succès de cette politique de reflation permet à la BoJ de normaliser très progressivement sa politique monétaire en diminuant la taille de son bilan (en % du PIB) et en montant ses taux directeurs, fixés à 0,75% depuis décembre 2025 (graphique 1). Son but avoué est de les amener au-dessus de 1% d'ici la fin de l'année.

La longue marche de la normalisation de la politique monétaire japonaise

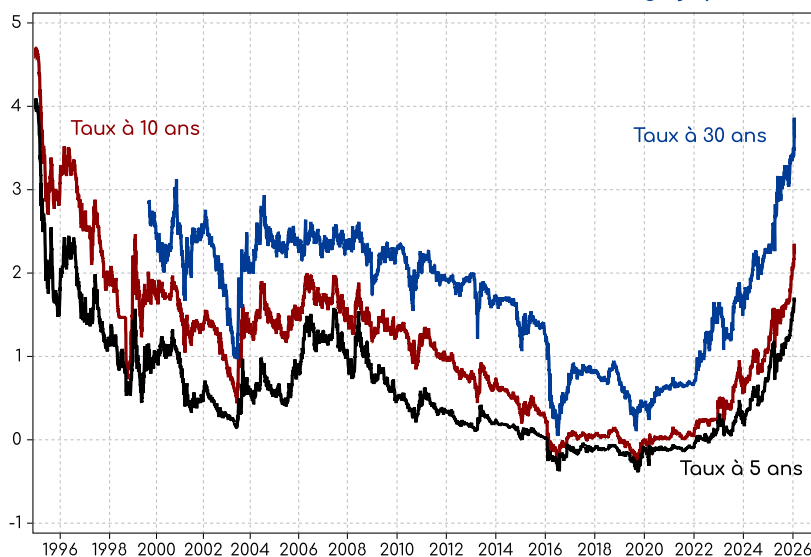


Après tant d'années d'assouplissement quantitatif, il n'y a rien d'étonnant à ce que cette normalisation provoque une nette remontée des rendements sur le marché de la dette japonaise. Mais celle-ci a fortement accéléré dernièrement, et les taux longs ont atteint des niveaux jamais vus depuis les années 90 (graphique 2). L'aversion au risque sur ce marché a atteint un tel niveau que, le 20 janvier, les taux à 30 ans ont atteint près de 4%. Le yen s'est en même temps déprécié, ce qui a donné l'impression



d'une crise de confiance, même si, et c'est important, la bourse japonaise n'a pas flanché.

#### Forte accélération de la hausse des taux longs japonais



Dorval Asset Management - 23/01/2026 - Source : Macrobond

Devant un mouvement aussi rapide, plusieurs interprétations sont possibles. La première hypothèse est celle d'un « moment Liz Truss » à la japonaise. La première ministre Takaishi a en effet annoncé des élections anticipées pour le 8 février et propose d'éliminer pendant deux ans la TVA sur les produits alimentaires, ce qui coûterait 0,8% du PIB. Les Japonais sont en effet traumatisés par l'envolée des prix du riz causée par les mauvaises récoltes de 2023 et 2024.

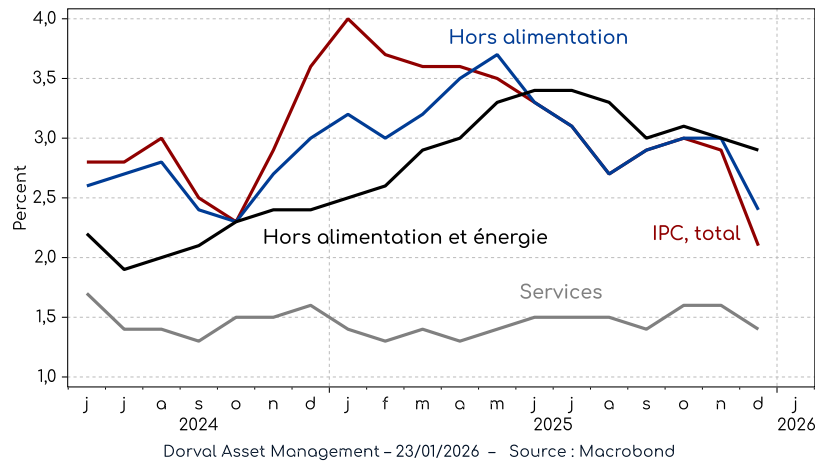
Même si la capacité budgétaire japonaise a été reconstituée au cours des dernières années - le déficit budgétaire a été contenu à 1,4% du PIB en 2025 - les mesures proposées par Takaishi ont certainement contribué à faire à nouveau douter les marchés pour un pays dont la dette publique brute atteint 230% du PIB (sa dette nette est cependant nettement inférieure, à 130% du PIB). Takaishi a précisé qu'elle ne comptait pas financer cette mesure par l'emprunt, mais les investisseurs attendront les précisions qui viendront après les élections.

Deuxième hypothèse : certains observateurs suggèrent que la hausse désordonnée des taux longs montre que la Banque du Japon est en retard. La BoJ devrait donc, selon cette théorie, accélérer la hausse de ses taux d'intérêt pour rassurer les investisseurs devant le risque d'une inflation trop élevée et d'un yen trop faible. La BoJ n'a pas modifié ses taux lors de sa réunion du 23 janvier, mais un de ses neuf membres a notifié son désaccord, préférant une deuxième hausse de taux consécutive.

Cependant, l'inflation japonaise a décéléré en décembre 2025, à +2,1% sur un an, et, hors alimentation - l'indicateur favori de la BoJ - elle s'oriente progressivement vers les 2% (graphique 3). Les prix des services restent sages, à +1,4%. Le risque d'une perte de contrôle de l'inflation japonaise semble donc très faible. Le consensus de prévision table au contraire sur une poursuite de la baisse de l'inflation sous-jacente tout au long de l'année 2026, ce qui motive la BoJ à rester prudente dans son processus de hausse des taux.



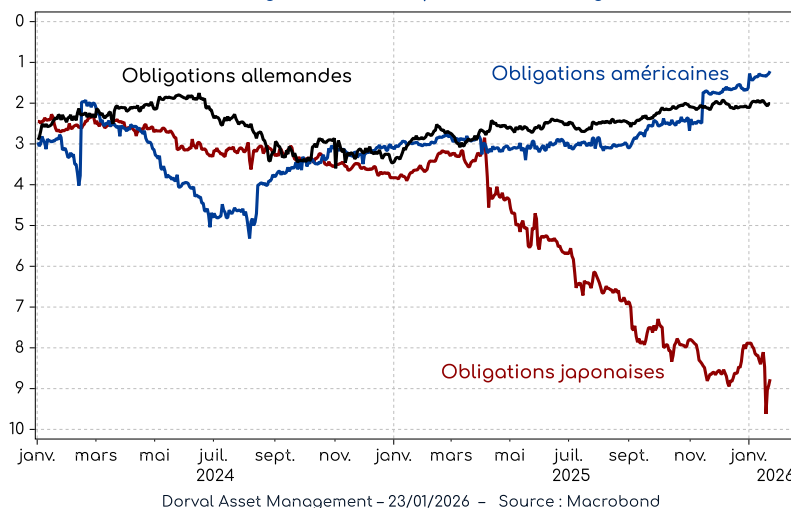
L'inflation japonaise se modère



Reste enfin une troisième piste, non exclusive des deux autres, celle d'une grande difficulté des marchés obligataires à retrouver un fonctionnement normal après des années de contrôle des taux à long terme par la Banque du Japon. L'activité d'arbitrage – force invisible qui assure la cohérence des marchés financiers – a probablement diminué considérablement au cours des 15 dernières années. Elle manque sans doute cruellement aujourd'hui, alors que la BoJ laisse renaître de véritables prix de marché sur la dette publique. A cet égard, les indicateurs de liquidité calculés par Bloomberg montrent sans équivoque qu'il existe un problème d'efficacité (graphique 4). Ainsi, dans la journée du 20 janvier, qui a vu une hausse record des taux à long terme, seuls 43 milliards de yen – soit 250 millions d'euros – ont été échangés sur le marché de la dette.

Forte détérioration de la liquidité de marché sur les obligations japonaises

Indices Bloomberg de stress de liquidité sur les obligations d'Etat

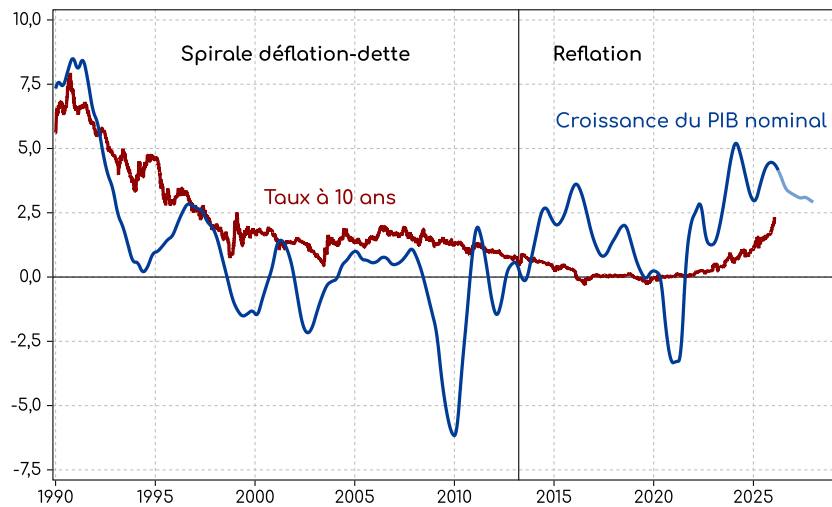


A un peu plus de 2% sur les taux à 10 ans japonais, la situation n'est pas encore critique (graphique 5) mais elle réclame une surveillance accrue de la Banque du Japon, qui pourra bien entendu intervenir si besoin est. A moyen terme, il faut s'attendre à ce que la liquidité revienne progressivement sur ce marché, probablement grâce à des fonds d'investissement attirés par la hausse des rendements, comme c'est le cas en Europe depuis la fin de l'assouplissement quantitatif de la BCE en 2023.



## Les taux à 10 ans japonais restent inférieurs à la croissance du PIB nominal

Prévisions OCDE pour le PIB nominal 2026/2027



Dorval Asset Management - 23/01/2026 - Source : Macrobond

La stabilisation du marché obligataire japonais devient en tous cas un enjeu important à la fois pour les marchés obligataires mondiaux et pour le succès de la politique japonaise, succès qui sera aussi jugé à l'aune du comportement du yen. C'est une longue marche, mais malgré la volatilité inévitable nous demeurons positifs sur le thème de la reflation japonaise. Dans nos stratégies Global Macro, les actions japonaises représentent 14% de la poche actions, avec une couverture du risque de change à 75%.



Nos taux d'exposition sont les suivants :

Fonds	Exposition nette aux actions*	Répartition par thème (en % du total actions)	Couvertures et Actifs refuges
Dorval Global Conservative	25%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Panier cœur hors thématiques : 76%</li> <li>- Financières Europe/Japon : 13%</li> <li>- Global pharma : 11%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Couvertures en options Nasdaq</li> <li>- 35% en obligations souveraines 2 - 8 ans et 30 ans</li> <li>- Positions en futures sur les 10 ans allemand et français</li> <li>- Solde en titres du marché monétaire.</li> </ul>
Dorval Global Allocation	48%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Panier cœur hors thématiques : 64%</li> <li>- New Capex : 14%</li> <li>- Financières Europe/Japon : 8%</li> <li>- Reprise industrielle mondiale : 6%</li> <li>- Global pharma : 8%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Couvertures en options Nasdaq et ES50</li> <li>- 20% en obligations souveraines 2-8 ans et 30 ans</li> <li>- Positions en futures sur les Bons du Trésor américain, les 10 ans allemand et français</li> <li>- Solde en titres du marché monétaire.</li> </ul>
Dorval Global Vision		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Panier cœur hors thématiques : 64%</li> <li>- New Capex : 17%</li> <li>- Financières Europe/Japon : 9%</li> <li>- Reprise industrielle mondiale : 4%</li> <li>- Global pharma : 6%</li> </ul>	
Dorval Convictions	70%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Panier cœur hors thématiques : 55%</li> <li>- Financières : 27%</li> <li>- Reflation : 15%</li> <li>- Petites capitalisations : %</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Couvertures en futures et en options Euro Stoxx 50</li> </ul>
Dorval Convictions PEA	70%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Panier cœur hors thématiques : 55%</li> <li>- Financières : 27%</li> <li>- Reflation : 15%</li> <li>- Petites capitalisations : 4%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Couvertures en futures Euro Stoxx 50</li> </ul>

\* incluant le delta des options

Tous les fonds présentés sont exposés aux risques spécifiques suivants : risque lié à la gestion discrétionnaire, **risque de perte en capital**, risque actions, risque lié à la taille de capitalisation, risque de change, risque de taux, risque de crédit, risque lié à l'usage de produits dérivés, risque de durabilité. Le capital investi n'est pas garanti.

## Dorval Asset Management

Société anonyme au capital de 964 968 euros  
RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93008  
111, boulevard Pereire 75017 Paris – T : +33 1 44 69 90 44.  
[www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com)



## Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le document d'informations clés (DIC) de ce dernier. Le DIC et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DIC, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : [www.dorval-am.com](http://www.dorval-am.com).