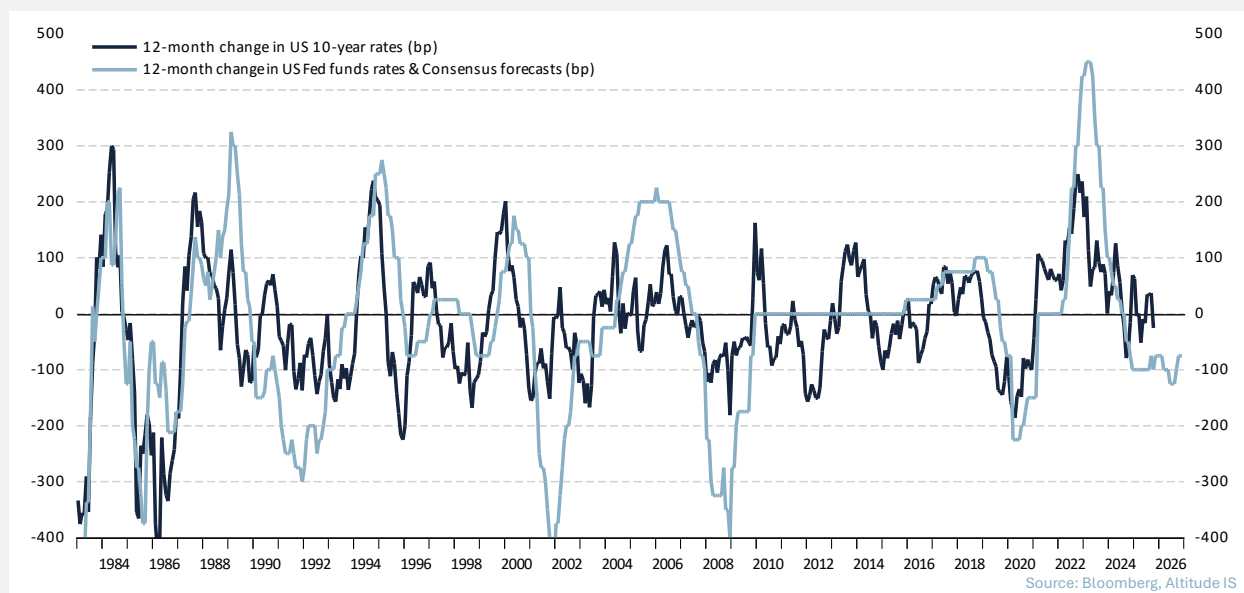


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 27 octobre 2025

"LE FUTUR RETOUR EN GRÂCE DE L'ACTIF SANS RISQUE"

- Les investisseurs ont été profondément marqués par la contre-performance de 2022
- Les obligations américaines n'étaient pas parvenues à amortir les pertes boursières
- Aujourd'hui, c'est le surendettement des États-Unis qui les rend peu attractives
- Pourtant, les *Treasuries* généreront d'excellentes performances en cas de nouvelle crise

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Une hausse des taux longs ? Sérieusement ?"



ANALYSE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

La valeur d'une obligation réagit de manière inversement proportionnelle aux variations de taux d'intérêt. Concrètement, si les rendements chutent, les obligations existantes gagnent de la valeur, car les titres nouvellement émis sont moins bien rémunérés. Et inversement. Par ailleurs, les obligations à long terme sont plus sensibles à ces fluctuations de taux d'intérêt car le délai jusqu'au remboursement du capital est plus long. **En octobre 2023, les rendements obligataires souverains à 10 ans ont atteint leur point haut du cycle.** Cette situation est avantageuse pour les investisseurs car, depuis cette date, les performances des obligations ont été positives : +11.6% (cf. Fig. 2). **Pourtant, si vous demandez autour de vous, très peu d'investisseurs en ont conscience.** D'une part, le retour sur investissement est



considéré comme décevant et, d'autre part, il fait suite à une année 2022 qualifiée d'*annus horribilis* où le prix des obligations s'était contracté de -14.8%. La performance positive récente, ressentie comme une frustration, n'a donc pas permis de faire oublier le traumatisme passé.

Fig. 2 – Performance des obligations souveraines

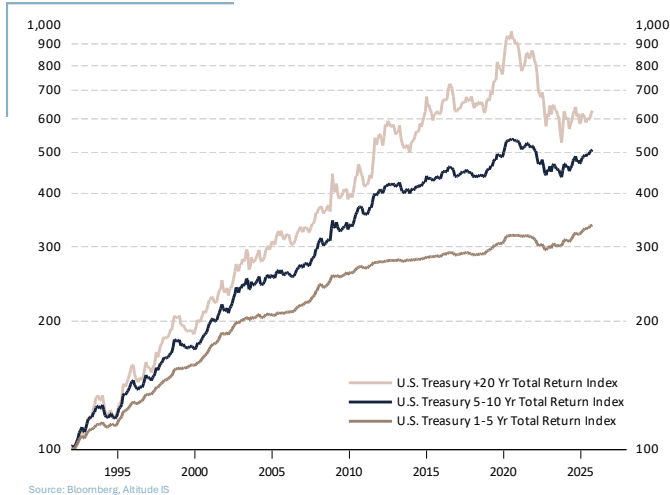
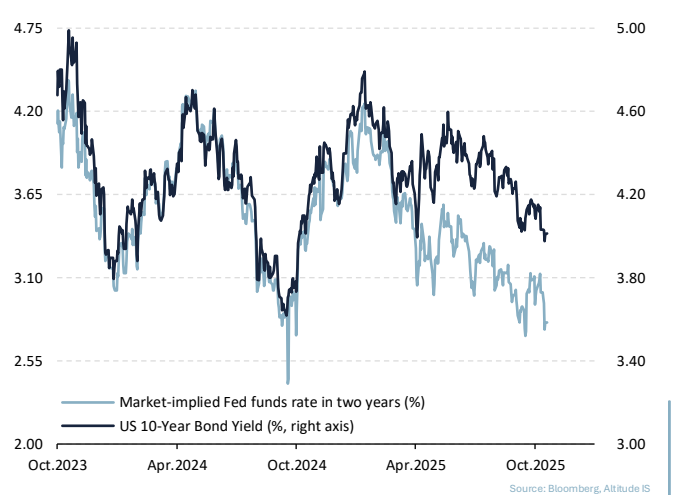


Fig. 3 – Taux à 10 ans et anticipation de taux courts



Entre mars et août 2025, les taux à 10 ans ont donné l'impression de faire du sur-place (cf. Fig. 3). D'un côté ils étaient tirés vers le bas par le recul de l'inflation et par la faiblesse de la dynamique économique, de l'autre ils étaient soutenus par une prime de risque grandissante, à mesure que les tarifs douaniers pesaient sur l'économie américaine et que la soutenabilité de la dette publique était questionnée. **Depuis septembre, et plus encore en octobre, la baisse des taux d'intérêt à long terme semble (enfin) s'accélérer.** Non seulement la prime de risque s'est stabilisée mais la Réserve fédérale américaine (Fed) a repris l'assouplissement de sa politique monétaire.

Les investisseurs anticipent deux baisses de taux supplémentaires de la part de la Fed cette année, et trois l'an prochain, ce qui permettrait de réduire le principal taux directeur de 4.25% à 3%. Nos modélisations économétriques anticipent davantage, puisque le creux pourrait être atteint avec un taux directeur à 2%. D'aucuns objecteront que cette prévision est irréaliste mais, au vu de la dégradation rapide du marché de l'emploi et de l'impact désinflationniste des loyers, ce scénario gagne en crédibilité. Lors de la dernière publication de son *Beige Book*, la banque centrale américaine a fait écho à cette analyse. Elle stipule que, dans la plupart des Etats, un nombre accru d'employeurs ont rapporté avoir réduit leurs effectifs via des licenciements ou des départs naturels non remplacés. De surcroît, les entreprises recourent plus volontiers à l'intérim ou au travail partiel, plutôt que d'embaucher à temps plein. La Fed pourrait donc assouplir davantage sa politique monétaire pour soutenir l'économie. Toute nouvelle baisse des taux de la Fed devrait permettre une pentification et une translation vers le bas de toute la courbe des rendements (cf. Fig. 4). **Ce n'est qu'une fois que l'assouplissement de la politique monétaire sera achevé que les taux longs auront la possibilité d'augmenter à nouveau. Nous en sommes loin, chaque chose en son temps.**

Sur les 13 derniers cycles d'assouplissement monétaire expérimentés depuis 1966, les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont progressé dans 4 cas seulement. C'est justement ce qui s'est passé en 2024 (cf. Fig. 4). Dans tous les autres cas, les taux longs ont eu tendance à refluer (cf. Graphique



de la semaine). Certes, le niveau d'endettement élevé des États-Unis continue d'inquiéter les investisseurs, mais il faut raison garder. Dans le pire des scénarii, nous l'avons souvent démontré, l'Oncle Sam monétisera sa dette publique plutôt que de faire défaut. Il est donc très probable qu'avec ou sans crise de la dette, si la Fed coupe ses taux de 100 points de base supplémentaires, alors les rendements obligataires chuteront (cf. Fig. 5). **Le potentiel de gains des obligations souveraines reste intact, élevé et peu risqué.**

Fig. 4 – Impact des baisses des taux sur le 10 ans

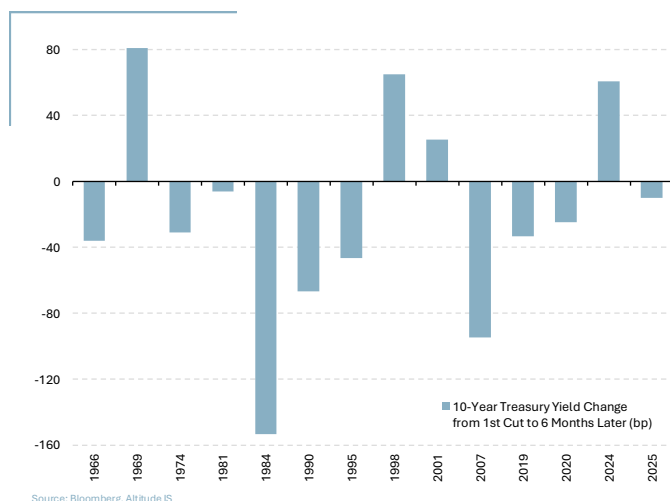
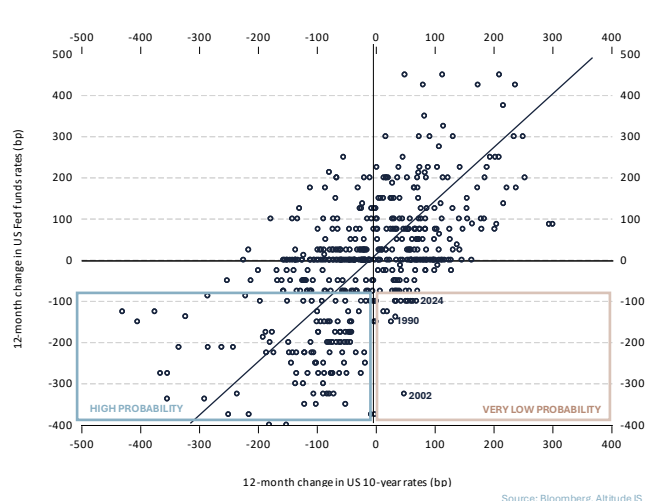


Fig. 5 – Taux de la Fed vs taux à 10 ans



En modifiant ses taux directeurs, la Fed influence les taux longs de manière indirecte, mais elle peut également le faire de façon très directe. Selon le *Federal Reserve Act*, adopté le 23 décembre 1913 par le Congrès et promulgué le 29 décembre 1913 par le président Wilson, **la politique monétaire poursuit trois objectifs : le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme.** Dans un environnement économique sain et classique, on parle seulement d'un double mandat parce que la Fed considère que des taux longs modérés découlent de la réussite des deux premiers objectifs, plutôt que d'un pilotage séparé. Jerome Powell l'a rappelé le mois dernier, lors de la conférence de presse qui suivait la réunion de politique monétaire. Pourtant, il peut arriver que ce troisième mandat nécessite une action indépendante et délibérée. Cela a été le cas lorsque la dépression guettait, en mars 2009, lors de la crise des subprimes, ou lorsque la dette risquait de devenir insoutenable à cause de l'effort de guerre entre 1942 et 1951. **Aujourd'hui, la charge d'intérêt de la dette est devenue si élevée que certains, comme le secrétaire au Trésor, Scott Bessent, ou le gouverneur de la Fed, Stephan Miran, souhaiteraient piloter davantage les taux longs.**

En réalité et en se plongeant dans le bilan de la Fed, il est facile de constater que la banque centrale américaine s'occupe déjà de son troisième mandat, en modérant directement le niveau des taux longs. Pour bien comprendre, il faut se rappeler que la banque centrale américaine a massivement acheté des obligations entre 2009 et 2022, afin de soutenir l'économie et d'assurer la stabilité du système financier. C'était la période du *quantitative easing* (QE). Depuis 2023, elle cherche à normaliser la situation et cesse de renouveler les obligations arrivant à échéance. C'est le *quantitative tightening* (QT). Pourtant, en décortiquant les chiffres, il est intéressant de constater que durant les trois dernières années, la Fed n'a réduit que ses portefeuilles d'obligations de courtes et moyennes maturités. A contrario, non seulement elle a conservé ses obligations d'échéance supérieure ou égale à 10 ans, mais elle a continué d'en acquérir (cf. Fig. 6). Elle a pu le faire grâce à différents paramètres techniques : réinvestissement de 5 milliards par mois, renouvellement de MBS par des Treasuries, préservation de la liquidité des marchés. Cette action de la Fed n'est pas anodine et doit être rapprochée de celle du Trésor qui, ces



dernières années, n'a émis que très peu d'obligations à long terme. **Tout ceci confirme que, dans l'objectif de compenser le très faible appétit des investisseurs pour la dette américaine à 10 ans et plus, la Fed intervient déjà activement au titre de son troisième mandat.**

Fig. 6 – *Treasuries détenus par la Fed*

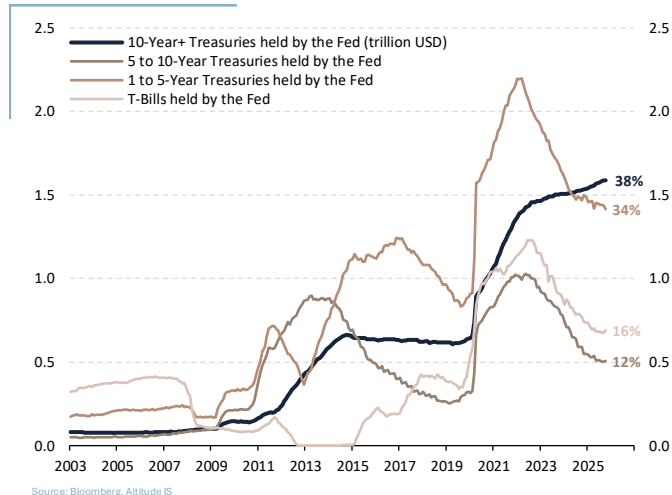
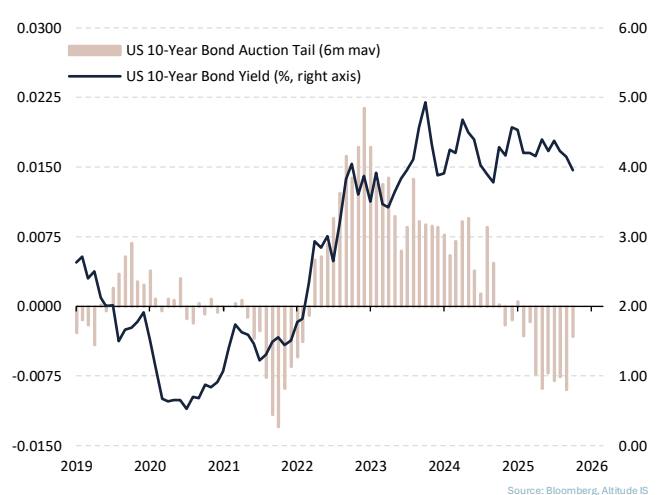


Fig. 7 – *Tension lors des adjudications obligataires*



La faiblesse de la demande est identifiable lors des adjudications d'obligations à 10 ans. Avant chaque vente, le Trésor publie un taux indicatif pour le titre pré-émis, qui sert de repère. Si, le jour de la vente, le taux effectivement servi ressort au-dessus de ce repère, c'est que la souscription a été plus difficile que prévu. La demande était insuffisante et il a fallu offrir un taux plus élevé pour placer tout le volume. Entre 2022 et 2024, les écarts positifs de ce type étaient devenus la norme (cf. Fig. 7), signe que les investisseurs hésitaient à prêter à long terme aux États-Unis et qu'ils réclamaient une prime supplémentaire pour le faire. **Bonne nouvelle, ce n'est plus le cas en 2025.**

Les deux institutions américaines, la Fed et le Trésor, ont tout intérêt à ce que la courbe des rendements soit plus pentue aux États-Unis. En rétablissant un écart de rendement suffisamment attractif, le Trésor inciterait naturellement une partie des détenteurs de money market funds à allonger leur horizon vers des ETF et fonds obligataires de maturités longues. Cet afflux de demande permettrait d'absorber naturellement une offre plus importante et offrirait une porte de sortie à la Fed. Cette dernière pourrait ainsi céder sereinement une partie de ses Treasuries de maturité 10 ans et plus. En abaissant ses taux directeurs, la Fed facilitera les émissions du Trésor et améliorera la qualité de son bilan. Tout ceci en réduisant les charges d'intérêt payées sur la dette publique.

Pour les investisseurs, le message est clair. **Les obligations souveraines retrouveront leur statut d'actif sans risque, les stratégies de pentification apporteront une diversification aux portefeuilles obligataires, tandis que la durée sera rémunératrice.** En effet, grâce à l'actualisation des dividendes lointains, les obligations à 7, 10 ou 15 ans parviennent à délivrer des performances supérieures à leurs homologues à 1, 2 ou 3 ans, même lorsque les taux longs chutent moins que les courts. En tenant compte de l'effet "roll-down", selon lequel une obligation voit mécaniquement sa maturité se raccourcir à mesure que le temps passe, le retour sur investissement est encore meilleur.



Conclusion :

Lors de la prochaine turbulence sur les marchés boursiers, il est fort probable que l'or corrigera également, pour permettre aux investisseurs de répondre aux appels de marge. Naturellement, les investisseurs se tourneront vers les obligations souveraines, dont les rendements sont élevés et les risques mesurés. Elles retrouveront alors leur statut d'actif sans risque, qui a eu tendance à être remis en cause ces dernières années.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	1 001.4	64.02	1.8%	2.4%	21.0%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 792	62.39	1.9%	2.4%	16.7%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	47 207	63.27	2.2%	2.4%	12.5%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	23 205	61.72	2.3%	3.2%	20.8%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	598.5	61.59	1.5%	3.8%	22.0%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9 646	70.47	3.1%	4.5%	21.6%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 568	58.12	-0.6%	4.9%	11.8%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	50 512	65.69	3.6%	8.7%	25.7%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 389	63.59	2.0%	2.8%	32.4%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	146 172	63.25	1.9%	-0.2%	21.5%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	61 145	49.58	1.0%	-1.1%	27.1%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	84 876	67.78	0.3%	3.1%	9.1%	9.6%	20.5%
China (CSI)	4 715	60.04	3.3%	2.3%	21.4%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	160.3	57.12	1.1%	0.0%	29.7%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	459.7	55.47	2.2%	-0.1%	10.1%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	293.2	55.87	-0.8%	1.9%	9.9%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	259.9	55.79	2.8%	-1.1%	11.8%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	214.3	52.07	1.8%	-0.2%	22.2%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	376.2	65.91	1.2%	5.8%	9.5%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	466.5	61.31	2.5%	2.6%	25.8%	12.8%	22.6%
Info. Tech. (MSCI World)	977.8	65.19	2.6%	5.0%	27.9%	31.9%	51.5%
Materials (MSCI World)	371.1	52.88	-0.2%	1.8%	24.0%	-7.6%	12.9%
Real Estate (MSCI World)	1 026	62.22	1.3%	1.9%	7.8%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	198.8	70.84	0.0%	5.5%	27.2%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.39%	54.87	-0.2%	0.4%	8.1%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	3.80%	63.75	0.1%	1.2%	6.5%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.79%	55.76	-0.3%	1.1%	1.1%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.40%	54.92	-0.3%	1.0%	-0.4%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.38%	74.54	0.8%	2.2%	5.6%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.34%	61.40	0.4%	0.4%	1.6%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.44%	51.16	-0.2%	0.2%	-2.4%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.18%	71.30	0.3%	1.5%	11.0%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	4.69%	67.90	0.1%	1.5%	8.2%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.02%	62.52	-0.1%	0.7%	3.3%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.08%	60.82	0.1%	0.2%	7.4%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	6.69%	63.08	0.2%	0.4%	7.5%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.42%	55.19	0.2%	-0.2%	4.5%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.88%	61.28	0.3%	0.7%	10.0%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	546.8	62.24	1.2%	3.1%	24.2%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	724.2	60.45	1.1%	3.5%	21.0%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	290.2	61.81	0.9%	0.9%	24.7%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	278.7	69.25	0.5%	1.6%	15.8%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	254.2	58.34	1.2%	1.6%	12.1%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 770	90.59	n.a.	2.4%	9.9%	11.1%	7.8%
Macro	1 424	79.61	n.a.	3.4%	6.1%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 420	83.53	n.a.	1.1%	9.5%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 910	90.38	n.a.	2.7%	13.9%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 867	88.87	n.a.	1.9%	8.2%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 816	96.44	n.a.	1.3%	10.0%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 773	86.45	n.a.	1.2%	6.6%	9.8%	7.8%
Credit	1 692	98.69	n.a.	0.8%	6.0%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 711	100.00	n.a.	0.8%	5.1%	10.0%	11.2%
Commodity	1 972	94.06	n.a.	2.6%	10.2%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 371	62.38	n.a.	4.7%	2.1%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	16.37	45.69	-21.2%	1.2%	-5.6%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	16.48	44.27	-18.6%	-1.8%	-3.1%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	536.2	n.a.	-0.4%	-1.7%	-0.1%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	4 076	n.a.	-6.4%	8.4%	55.3%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	48.32	n.a.	-7.9%	3.0%	67.2%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	62.31	n.a.	8.3%	-4.9%	-13.1%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	66.46	n.a.	9.0%	-4.6%	-10.3%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	98.91	56.40	0.3%	0.8%	-8.8%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1626	45.98	-0.1%	-0.9%	12.3%	-6.2%	3.1%
JPY	152.98	35.40	-3.5%	-2.9%	2.8%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3323	41.13	-0.6%	-0.8%	6.4%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6540	50.59	0.4%	-0.6%	5.7%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3978	46.76	0.4%	-0.5%	2.9%	-7.9%	2.3%
CHF	0.7967	50.67	-0.5%	0.1%	13.9%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1111	62.36	0.1%	0.2%	2.6%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.440	50.15	-0.3%	-0.4%	12.9%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 840.2	47.97	0.0%	-0.2%	6.5%	-0.7%	4.8%
XBT	116 022	n.a.	7.7%	6.0%	23.8%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

