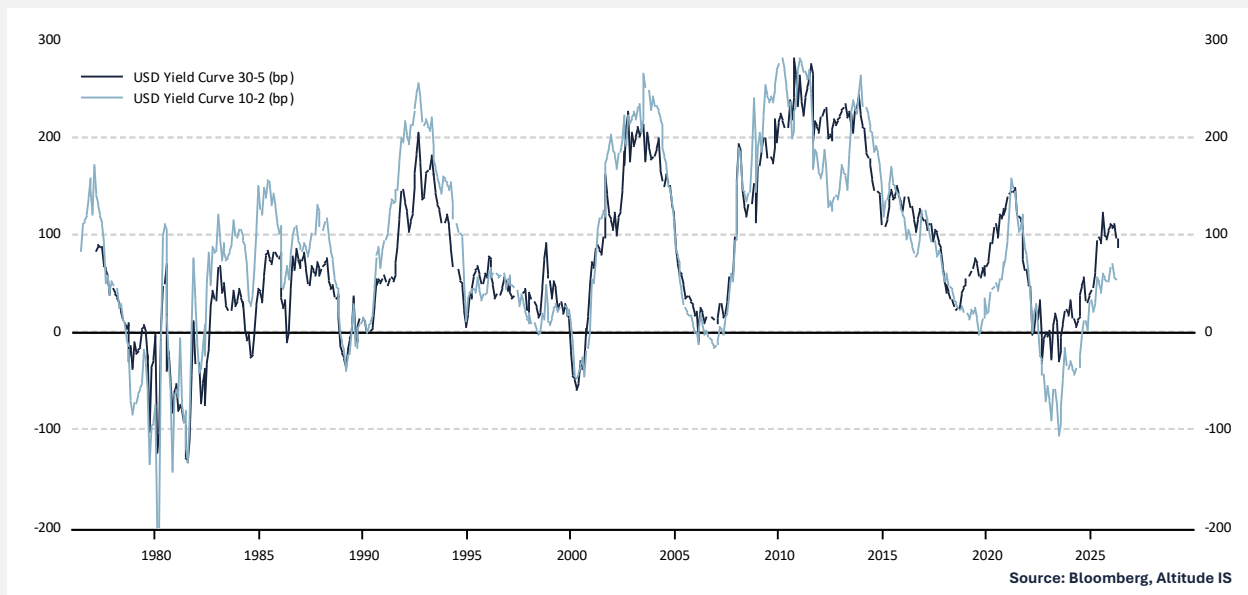


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 25 mai 2026

"LA COURBE DES RENDEMENTS N'A PAS ENCORE PASSÉ LE TÉMOIN"

- La Fed a un nouveau président, mais le *Warsh Trade* est remis en question par l'inflation
- Le marché obligataire se tend et les courbes de taux peinent à se pentifier
- Paradoxalement, cette situation constitue une aubaine pour les investisseurs
- Comme dans un relais, le 30-5 privilégie la sécurité tandis que le 10-2 vise la performance

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Décalage permanent ou retard à combler ?"



ANALYSE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

La courbe des rendements américains envoie un signal inhabituel. L'écart de taux d'intérêt entre les obligations à 30 et à 5 ans est près de deux fois plus important que le spread entre le 10 et le 2 ans, 87 contre 52 points de base. Historiquement, ces deux courbes sont superposées et, lorsque ce n'est pas le cas, elles convergent rapidement l'une vers l'autre (cf. Graphique de la semaine). Le décalage actuel interroge : le 10-2 est-il exceptionnellement en retard, le 30-5 est-il allé trop loin, ou s'agit-il d'un changement structurel et durable ? La réponse à cette question soulèvera de nombreuses interrogations connexes, mais **comprendre ce paradoxe est devenu primordial pour les investisseurs obligataires.**



Pour résoudre cette énigme, il convient de rappeler ce que mesurent ces deux courbes de rendements. **L'écart entre le 10 ans et le 2 ans constitue le thermomètre classique du cycle économique américain.** Lorsque le PIB surchauffe, les investisseurs anticipent un durcissement de la politique monétaire et les taux à 10 ans progressent avant même que les taux courts s'ajustent (cf. Fig. 2). A l'inverse, en phase de refroidissement et a fortiori lors de récessions, la courbe anticipe un assouplissement par la banque centrale et les taux à 10 ans chutent précocement aux taux à 2 ans. Le message du 10-2 est donc assez direct. Il reflète le sentiment des investisseurs à propos de la politique monétaire.

L'écart entre le 30 et le 5 ans raconte une histoire différente. Il s'agit d'un indicateur de confiance dans la capacité du pays à rembourser sa dette (cf. Fig. 3). Le taux à 30 ans incorpore la prime de terme, les déficits publics, les besoins de roulement de la dette historique, l'incertitude d'inflation, mais aussi la demande de durée des assureurs, des fonds de pension et des investisseurs étrangers. Quant au taux à 5 ans, il se situe davantage dans le ventre de la courbe. Il reste légèrement sensible au cycle économique, mais également à la soutenabilité de la dette. Ainsi, lorsque le 30-5 se pentifie, le marché ne dit pas nécessairement que la Fed s'apprête à ajuster ses taux. Les investisseurs exigent surtout une rémunération plus élevée pour porter du risque de très long terme.

Fig. 2 – Courbe 10-Fed et cycle économique

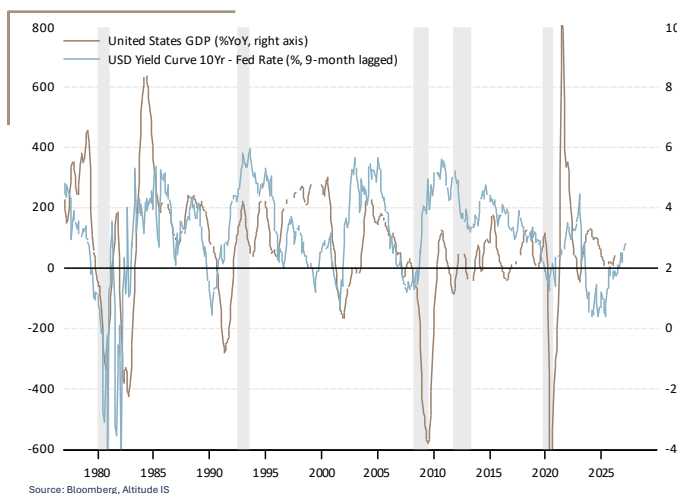
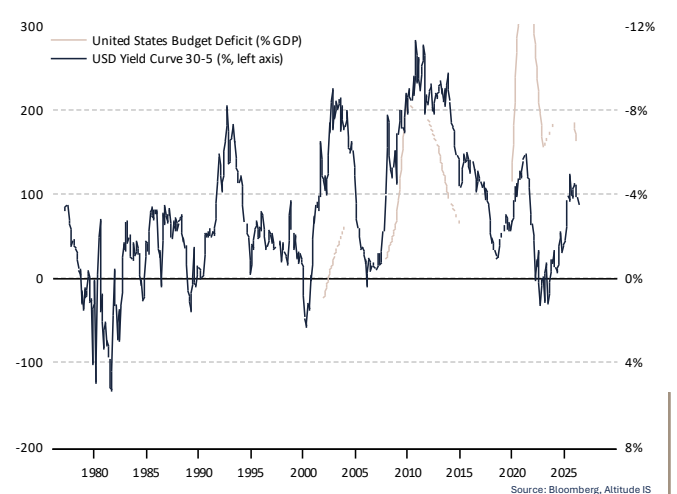


Fig. 3 – Courbe 30-5 et déficit public



La phase actuelle est particulièrement intéressante car le 30-5 a déjà envoyé un signal clair de pentification, tandis que le 10-2 peine à s'écarter davantage (cf. Graphique de la semaine). La prime de terme s'est accrue, tandis que les perspectives économiques ne sont pas jugées comme définitivement prometteuses. Depuis la fin de l'ère des taux zéro, le monde obligataire n'est plus le même. **La dette publique américaine restant très élevée, les charges d'intérêt flambent. Sans surprise, les investisseurs exigent davantage de compensation pour mettre à risque leur capital pendant 30 ans.** Dans ce contexte, la courbe 30-5 se repentifie, mais par l'extrémité la moins habituelle, à savoir la partie longue.

À l'inverse, le retard du 10-2 s'explique par l'inertie de la partie courte. Cette maturité reste prisonnière de la fonction de réaction de la Fed. Tant que l'inflation ne donnera pas un signal suffisamment rassurant, tant que l'économie créera des emplois, tant que la croissance ne s'affaîssera pas significativement, les investisseurs obligataires hésiteront à anticiper une séquence agressive de baisses de taux. Le rendement des obligations à 2 ans ne baissera pas suffisamment pour propulser le 10-2 vers



le haut. Quant au taux à 10 ans, il est partagé entre deux forces opposées. D'un côté, les anticipations de ralentissement le tirent vers le bas. De l'autre, la prime de terme le pousse vers le haut. Depuis avril 2025, le 10-2 semble coincé entre 45 et 70 points de base. **Il attend le signal clair d'un assouplissement de politique monétaire pour rejoindre, voire dépasser, les 87 points de base offerts par le 30-5.**

Cette configuration n'est pas propre aux obligations souveraines américaines. À l'échelle internationale, les inquiétudes fiscales ont fait croître la prime de terme. Dans la plupart des pays développés, le 30-5 surpasse le 10-2 (cf. Fig. 4). En Allemagne, le Bund allemand affiche des écarts de 82 et 43 points de base, respectivement. Le marché japonais présente une courbe particulièrement pentue, tandis que la courbe suisse, ancrée par un taux directeur quasi nul, est plus écrasée.

Fig. 4 – Ecart de rendements, par pays

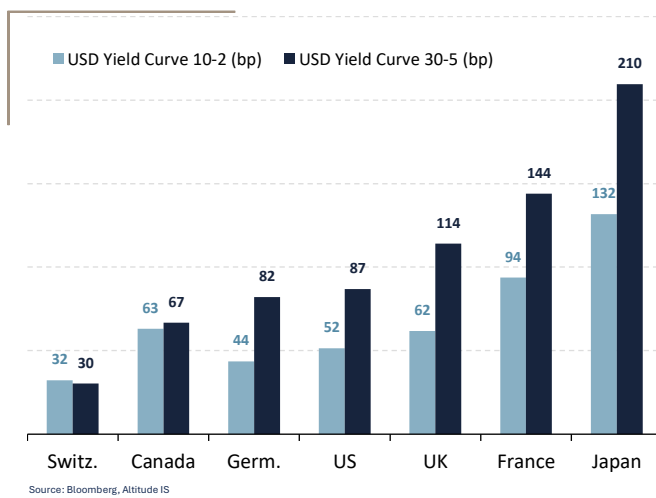
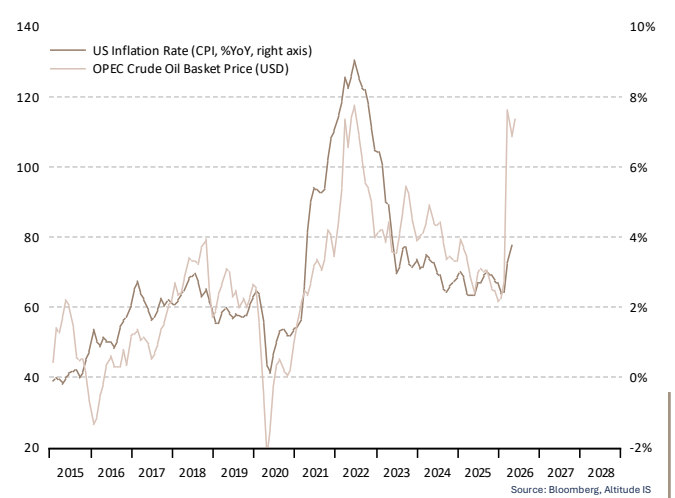


Fig. 5 – Inflation & prix du pétrole

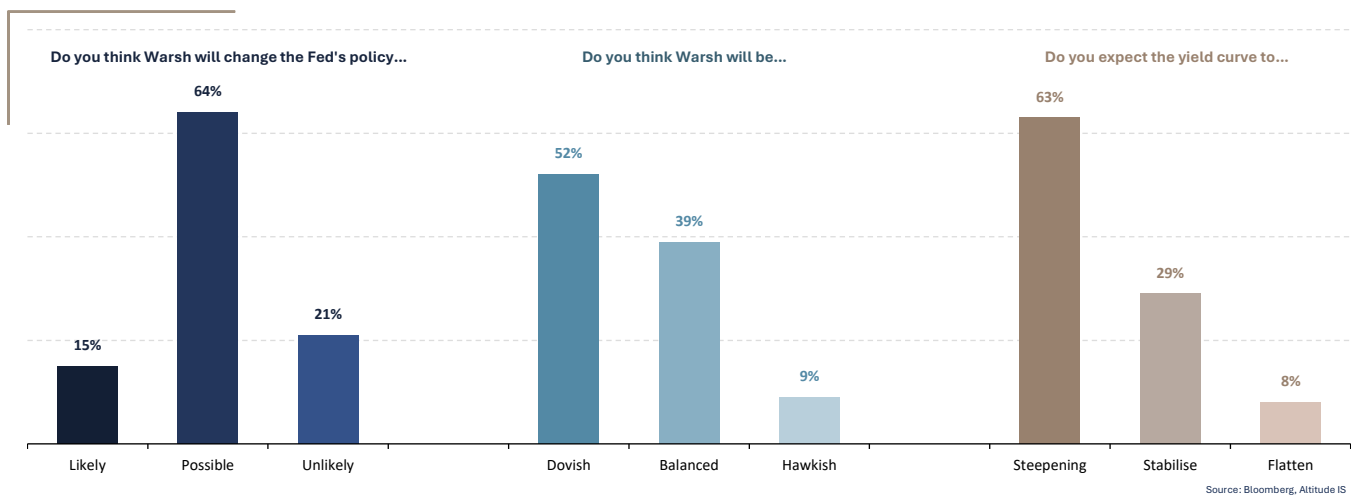


La nomination, puis l'arrivée de Kevin Warsh à la présidence de la Fed auraient dû permettre de résorber cette anomalie. Connu pour son souhait simultané de réduire le bilan de la banque centrale et les taux directeurs, mais aussi pour sa volonté d'accorder moins d'indications prospectives aux marchés, il incarne un profil accommodant que les traders ont cherché à traduire en stratégie d'investissement. **Le Warsh Trade repose sur l'idée qu'un président plus dovish favoriserait des baisses de taux, malgré une inflation encore visible** (cf. Fig. 6). En parallèle, la perte de prévisibilité de la politique monétaire devrait accentuer la prime de terme exigée sur les maturités longues. Dans ces conditions, la courbe des rendements avait toutes les raisons de se pentifier, notamment la 10-2 qui semblait en retard.

Ce scénario d'investissement a brutalement été mis en doute au mois de février 2026, lorsque les investisseurs ont commencé à anticiper l'effet inflationniste d'une guerre au Moyen-Orient. Le choc pétrolier qui s'en est suivi leur a donné raison, puisque l'inflation américaine a bondi de 2.4% à 3.8% entre février et avril (cf. Fig. 5). La tendance pour mai et juin est toujours à l'accélération des prix. Progressivement, le Warsh Trade devient moins un pari sur la baisse des taux que sur la perte de prévisibilité de la Réserve fédérale et sur des taux longs durablement élevés. Cette révision tactique est nettement moins convaincante. Preuve s'il en faut, les rendements ont progressé de manière généralisée et la courbe s'est légèrement aplatie. Les Treasuries à 30 ans sont passés de 4.60% à 5.15%, tandis que les investisseurs n'anticipent plus de baisse de taux de la part de la Fed cette année contre deux à trois baisses de 25bp auparavant.



Fig. 6 – Perception de Kevin Warsh et de sa politique monétaire par les investisseurs



La mécanique des courbes de rendements peut être retravaillée ainsi : **(30 ans – 5 ans) – (10 ans – 2 ans) = (30 ans – 10 ans) – (5 ans – 2 ans)**. Derrière cette nouvelle identité se cache une lecture éclairante. Lorsque le 30-5 est au-dessus du 10-2, cela signifie que le segment 30-10 est beaucoup plus pentu que le segment 5-2. C'est précisément ce que le fonds PIMCO exploite en ce moment, les gérants estimant la courbe en yens trop pentue. En d'autres termes, la déformation de la courbe vient surtout du très long terme. **Les investisseurs ont déjà réévalué le prix du risque de défaut de paiement, mais ils ne valident pas l'assouplissement du cycle monétaire. La courbe avance donc à deux vitesses.**

Sans doute faudrait-il écrire que les investisseurs ne valident pas **encore** l'assouplissement **nécessaire** du cycle monétaire. En effet, l'analyse des précédents cycles aboutit à une conclusion très convaincante, n'en déplaise à ceux qui estiment que "cette fois, c'est différent". **Il est extrêmement rare de voir le 30-5 entamer une chute durable avant que le 10-2 ne l'ait rejoint, voire dépassé** (cf. Graphique de la semaine). Il arrive que le 30-5 puisse corriger de façon tactique, mais les grandes phases d'aplatissement débutent toujours lorsque le 10-2 est supérieur au 30-5. Historiquement, le taux à 2 ans a toujours fini par baisser, parfois très brutalement, lorsque les investisseurs ont admis que la Fed n'aurait d'autre choix que d'assouplir sa politique monétaire pour venir en soutien de l'emploi, du crédit ou du financement de la dette. **À chaque fois, le 10-2 a attrapé le témoin transmis par le 30-5 pour achever sa course à la pentification.**

Soyons exhaustifs. Il n'existe aucune loi d'arbitrage imposant cette convergence. Un scénario "cette fois, c'est différent" demeure possible. Pour cela, il faudrait que la Fed ne coupe pas ses taux directeurs, c'est-à-dire que l'inflation reste collante et que les créations d'emplois résistent à la vague de productivité générée par l'IA. Dans ce cas, qualifié de "higher for longer", le 10-2 pourrait rester en retrait et le 30-5 pourrait finir par se comprimer, soit par une tension du 5 ans, soit par une baisse de la prime de terme. Ce scénario serait inédit.

Depuis la fin 2023, les investisseurs sont friands des stratégies de pentification et les faits leur donnent raison. Pour mémoire, un *steepener* permet de générer un rendement égal à un multiple de l'écart entre la partie longue et la partie courte de la courbe des taux. De nombreuses variantes sont utilisées mais les deux plus courantes sont les *steepeners* sur le 10-2 et sur le 30-5. Aujourd'hui, la différence entre



les écarts de rendements permet de comprendre pourquoi la plupart des structures de pentification accordent un meilleur multiple au 10-2 qu'au 30-5. Il ne s'agit pas d'une anomalie gratuite. Le 30-5 étant davantage "dans la monnaie", la probabilité de gains est plus forte mais moins rémunératrice. A contrario, le 10-2 dépendant d'un catalyseur incertain (la baisse du taux à 2 ans), il délivrera une meilleure performance si le rattrapage s'effectue. **Il n'y a donc pas un bon et un mauvais steepener, mais il y a deux expositions distinctes à la courbe des rendements.** Le 30-5 exprime un mouvement déjà engagé tandis que le 10-2 exprime un mouvement encore latent. Si l'histoire se répète, alors ce retard peut devenir précieux.

Conclusion :

Le décalage entre le 30-5 et le 10-2 révèle une courbe des taux à deux vitesses. Le 30-5 reflète la prime de risque à long terme. Le 10-2 doit encore anticiper un assouplissement monétaire de la Fed. Tant que le deuxième n'aura pas rattrapé le premier, la repentification de la courbe paraîtra incomplète. Sur les marchés obligataires, comme dans les courses de relais, ce n'est pas toujours le premier passeur de témoin qui décide de la performance finale.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)	
Equities								
World (MSCI)	1 112.6	66.45	1.3%	4.1%	10.5%	22.9%	18.0%	
USA (S&P 500)	7 473	68.14	0.9%	4.8%	9.7%	17.9%	25.0%	
USA (Dow Jones)	50 580	64.84	2.2%	2.4%	5.9%	14.9%	15.0%	
USA (Nasdaq)	26 344	67.59	0.5%	6.9%	13.6%	21.2%	29.6%	
Euro Area (DJ EuroStoxx)	646.0	59.58	3.3%	4.4%	7.6%	21.2%	10.2%	
UK (FTSE 100)	10 466	55.38	2.8%	0.3%	7.0%	25.7%	9.6%	
Switzerland (SMI)	13 503	64.42	2.3%	3.6%	4.8%	18.0%	7.5%	
Japan (Nikkei)	65 338	64.13	3.1%	6.3%	26.8%	28.7%	21.3%	
Emerging (MSCI)	1 686	59.08	1.1%	5.1%	20.9%	34.3%	8.0%	
Brasil (IBOVESPA)	176 210	35.68	-0.6%	-8.6%	9.4%	34.0%	-10.4%	
Mexico (IPC)	68 333	46.71	0.6%	-0.3%	7.2%	35.1%	-11.0%	
India (SENSEX)	76 155	44.12	0.3%	3.8%	-11.2%	10.5%	9.6%	
China (CSI)	4 889	53.95	-0.3%	1.1%	5.1%	21.0%	18.2%	
Com. Services (MSCI World)	172.5	54.89	-1.1%	2.9%	5.5%	33.0%	31.9%	
Cons. Discretionary (MSCI World)	449.0	55.79	1.2%	0.4%	-1.4%	9.8%	20.7%	
Cons. Staples (MSCI World)	306.1	50.31	-0.2%	2.2%	6.9%	9.3%	4.7%	
Energy (MSCI World)	340.2	52.78	0.1%	3.6%	30.4%	14.8%	2.9%	
Financials (MSCI World)	225.2	56.69	1.9%	0.2%	1.0%	29.5%	25.1%	
Health Care (MSCI World)	380.6	58.98	2.8%	1.3%	-2.7%	15.3%	1.5%	
Industrials (MSCI World)	518.3	50.82	0.7%	0.6%	11.8%	26.2%	12.8%	
Info. Tech. (MSCI World)	1 204.0	71.50	2.0%	12.0%	24.9%	26.6%	31.9%	
Materials (MSCI World)	434.9	45.71	-0.2%	2.8%	11.3%	32.5%	-7.6%	
Real Estate (MSCI World)	1 050	50.72	1.4%	0.1%	6.6%	3.6%	-0.4%	
Utilities (MSCI World)	208.1	46.13	2.7%	0.7%	8.8%	24.7%	13.0%	
Bonds (Bloomberg)								
World (Aggregate)	3.87%	44.33	0.3%	-0.9%	-0.5%	8.2%	-1.7%	
USA (Sovereign)	4.41%	40.93	0.2%	-1.1%	-0.8%	6.3%	0.6%	
Euro Area (Sovereign)	3.23%	55.07	0.8%	0.1%	0.0%	0.6%	1.9%	
Germany (Sovereign)	2.90%	54.11	0.7%	-0.1%	-0.2%	-1.6%	0.6%	
UK (Sovereign)	4.86%	56.79	2.0%	0.3%	-0.9%	6.1%	-3.0%	
Switzerland (Sovereign)	0.76%	37.68	-0.3%	-1.3%	-1.4%	0.3%	5.4%	
Japan (Sovereign)	2.39%	26.89	-0.2%	-1.7%	-3.0%	-4.6%	-2.1%	
Emerging (Sovereign)	6.26%	46.05	0.3%	0.8%	0.2%	13.1%	7.0%	
USA (IG Corp.)	5.26%	46.71	0.3%	0.8%	-0.3%	7.8%	2.1%	
Euro Area (IG Corp.)	3.60%	57.24	0.5%	0.2%	0.3%	3.0%	4.7%	
Emerging (IG Corp.)	6.42%	47.24	0.0%	0.4%	0.8%	8.1%	7.0%	
USA (HY Corp.)	7.12%	53.04	0.3%	0.1%	1.1%	8.6%	8.2%	
Euro Area (HY Corp.)	6.12%	64.46	0.1%	0.4%	0.8%	5.2%	8.2%	
Emerging (HY Corp.)	7.63%	50.73	0.2%	0.2%	1.9%	13.9%	14.9%	
World (Convertibles)	628.9	62.28	0.9%	4.4%	16.7%	22.4%	9.4%	
USA (Convertibles)	833.6	61.82	0.8%	4.8%	19.1%	16.9%	10.1%	
Euro Area (Convertibles)	307.6	56.42	0.4%	0.7%	5.8%	24.8%	14.7%	
Switzerland (Convertibles)	294.2	54.50	0.3%	0.0%	4.0%	17.5%	-10.5%	
Japan (Convertibles)	315.9	73.58	2.9%	5.5%	22.5%	13.8%	6.4%	
Hedge Funds (Bloomberg)								
Hedge Funds Industry	1 878	77.70	n.a.	3.5%	n.a.	3.8%	11.1%	
Macro	1 550	73.98	n.a.	2.4%	n.a.	5.6%	7.4%	
Equity Long Only	2 488	64.29	n.a.	4.8%	n.a.	0.6%	12.0%	
Equity Long/Short	2 063	76.67	n.a.	5.2%	n.a.	4.7%	14.0%	
Event Driven	1 979	76.02	n.a.	2.6%	n.a.	3.1%	8.7%	
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 959	86.49	n.a.	1.5%	n.a.	4.6%	12.4%	
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 842	77.20	n.a.	2.3%	n.a.	1.8%	9.8%	
Credit	1 753	90.65	n.a.	1.5%	n.a.	2.0%	8.5%	
Credit Long/Short	1 788	95.60	n.a.	1.5%	n.a.	3.1%	10.0%	
Commodity	2 089	81.40	n.a.	1.5%	n.a.	4.4%	14.7%	
Commodity Trading Advisors	1 568	70.10	n.a.	2.5%	n.a.	10.4%	7.9%	
Volatility								
VIX	16.70	40.75	-9.4%	-11.7%	11.7%	-13.8%	39.4%	
VSTOXX	21.14	43.07	-5.1%	-9.5%	43.6%	-13.5%	25.3%	
Commodities								
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	5.1%	
Gold (Troy Ounce)	4 562	n.a.	-0.1%	2.6%	5.6%	64.6%	27.2%	
Silver (Troy Ounce)	77.91	n.a.	0.3%	3.2%	8.7%	148.0%	21.5%	
Oil (WTI, Barrel)	100.93	n.a.	-4.3%	4.0%	75.8%	-19.9%	0.1%	
Oil (Brent, Barrel)	107.20	n.a.	-4.4%	4.1%	71.7%	-15.7%	-4.6%	
Currencies (vs USD)								
USD (Dollar Index)	99.04	54.56	-0.2%	0.5%	0.7%	-9.4%	7.1%	
EUR	1.1638	45.40	-0.2%	0.7%	-0.9%	13.4%	-6.2%	
JPY	158.89	46.26	0.0%	0.3%	-1.4%	0.3%	-10.3%	
GBP	1.3479	50.49	0.3%	0.4%	0.0%	7.7%	-1.7%	
AUD	0.7167	51.17	0.0%	0.3%	7.4%	7.8%	-9.2%	
CAD	1.3808	35.58	-0.5%	1.3%	-0.6%	4.8%	-7.9%	
CHF	0.7821	53.53	0.3%	0.4%	1.3%	14.5%	-7.3%	
CNY	6.7816	64.44	0.3%	0.7%	3.0%	4.5%	-2.7%	
MXN	17.270	54.47	0.0%	0.6%	4.3%	15.7%	-18.5%	
EM (Emerging Index)	1 863.8	46.59	0.0%	0.5%	0.6%	7.2%	-0.7%	
XBT	77 060	n.a.	-0.8%	-0.6%	-12.1%	-6.5%	120.5%	

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.

