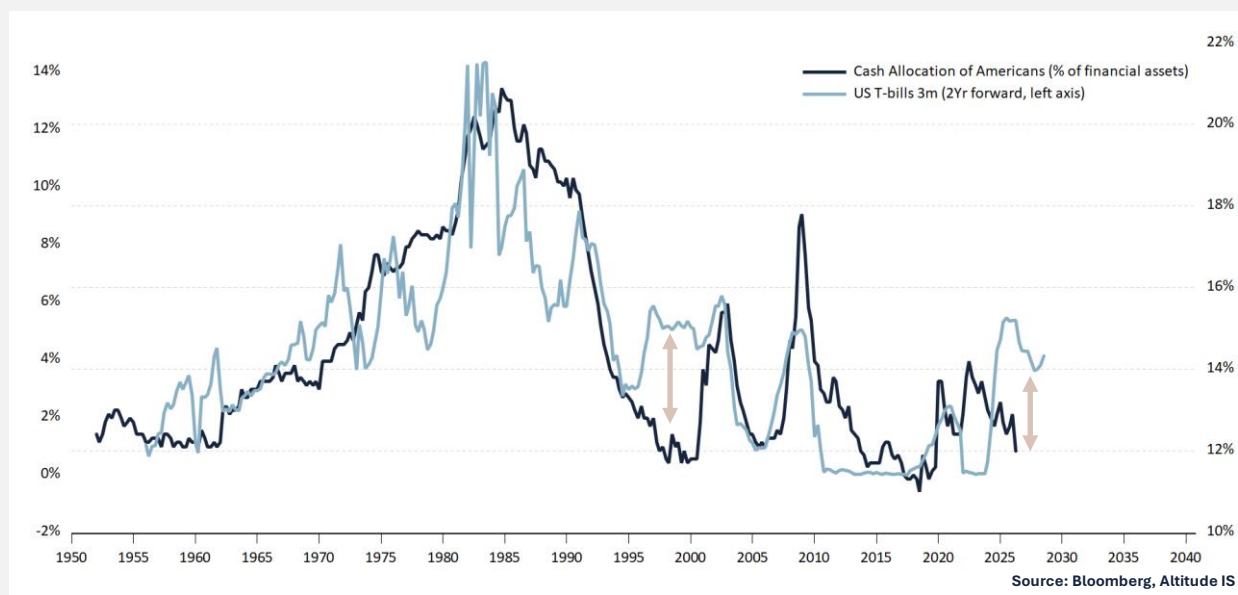


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 5 octobre 2026

"PAR INTÉRÊT OU PAR OBLIGATION ?"

- La hausse des taux se généralise et aura des répercussions importantes sur l'économie
- Pourquoi les investisseurs n'accumulent-ils pas du cash et des obligations ?
- Les rendements sont élevés mais ils leur apparaissent encore comme peu attractifs
- Comble d'ironie, ils risquent d'attendre un *bear market* pour leur trouver une utilité

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Les taux sont montés mais l'allocation en cash n'a pas suivi"



ANALYSE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

Il aurait été utopique de chercher à analyser un autre sujet que le seul qui, actuellement, passionne les foules, excite les férus de comparaisons historiques et angoisse les investisseurs, à savoir la hausse des taux. Les lecteurs assidus se souviendront que nous avons régulièrement et précisément détaillé ce sujet. La synthèse de notre analyse tient en une phrase : **"Dans un environnement où les agents économiques sont surendettés, la hausse des taux est une erreur et elle finira mal, cassant certains rouages de la machine économique, obligeant les gouvernements et les banques centrales à agir dans l'urgence, sous forme de répression financière et de monétisation"**. En attendant que les taux d'intérêt chutent, l'excès d'offre et la défiance des investisseurs continuent de les faire monter.

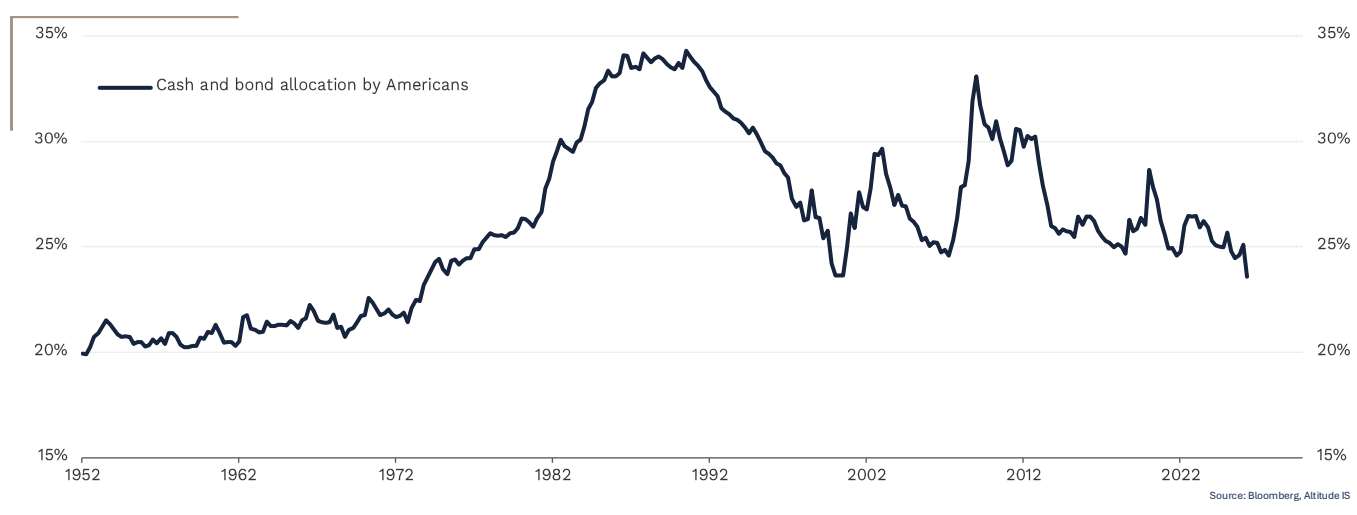


Le phénomène est général. Les taux augmentent rapidement et dans tous les compartiments :

- les taux directeurs pour lutter contre une inflation persistante,
- les taux souverains de manière à tenir compte du dérapage incessant des dépenses publiques,
- les taux *corporates* puisque l'offre est gonflée par les besoins gargantuesques des sociétés de l'IA,
- les taux hypothécaires car les banques répercutent la hausse de leurs coûts de financement,
- les taux des crédits à la consommation afin d'amortir les impayés qui s'accumulent,
- les taux exigés sur le marché de la dette privée à mesure que les défauts s'y multiplient.

Plutôt que de détailler toutes les raisons de voir les taux grimper davantage, ou d'anticiper jusqu'où ils risquent d'aller avant de chuter nettement, **L'objectif est ici de décrire pourquoi les investisseurs n'accumulent pas davantage d'actifs à revenu fixe dans leurs portefeuilles ?**

Fig. 2 – Allocation en cash et en obligations, aux États-Unis



Les ménages, les gestionnaires d'actifs, les fonds de pension et les assureurs vie américains ont rarement détenu aussi peu de liquidités et d'obligations en proportion de leur patrimoine financier (cf. Fig. 2). De manière quelque peu caricaturale, chaque groupe a sa raison, même si toutes s'entremêlent en réalité :

- Les ménages ont fini par croire que l'épargne de précaution était un luxe inutile, puisque quinze années de taux proche de zéro en avaient fait un placement inutile.
- Les gérants ont abandonné leur cash de peur de ne pas participer à la hausse des marchés d'actions. Chaque correction boursière ayant été rachetée en quelques semaines, la poche de liquidités coûtait de la performance sans véritablement servir de protection.
- Les fonds de pension, engagés contractuellement à délivrer des rendements que les obligations ne fournissaient plus, ont troqué ces dernières contre des actifs privés dont le niveau de risque élevé leur a permis de satisfaire à cette exigence.
- Les assureurs vie ont conservé leurs obligations, mais plus d'un tiers d'entre elles sont désormais des dettes négociées de gré à gré, mieux rémunérées que les titres cotés et à l'abri des soubresauts du marché.

Le coussin qui amortissait les chocs d'hier a donc été retiré, ou tout du moins aminci, et personne ne s'en inquiète puisque personne n'en a eu besoin depuis quinze ans.



Tous ces phénomènes comportementaux convergent vers la même réalité, à savoir que **le niveau des taux d'intérêt constitue une condition nécessaire, mais non suffisante, pour détenir du cash et des obligations :**

1. **Les investisseurs sont attirés par le niveau réel des rendements, pas par leur niveau nominal.** Ajustés de l'inflation, les rendements des obligations, à 3 mois ou à 30 ans, ont été inintéressants durant 15 ans. L'exemple est simple. Un bon du Trésor à 5%, face à une inflation de 4%, ne séduit personne. A contrario, le même bon à 3%, face à une inflation nulle, attire tout le monde. Malgré la forte remontée des rendements réels depuis 2023, les investisseurs n'ont pas retrouvé leur appétit pour le cash ni les obligations (cf. Fig. 3).
2. **Les investisseurs sont attirés par le niveau relatif des rendements, pas par leur niveau nominal.** Comparées aux performances des actions, celles des actifs à revenus fixes ne sont pas très attractives (cf. Fig. 4). Les épisodes où l'allocation en cash et en obligations était élevée ont principalement eu lieu lors de marchés actions baissiers, de *bear markets*. Ce fut le cas dans les années 1970, entre 2000 et 2002, ou en 2008, par exemple. Or, lors des huit dernières années, le marché boursier américain a enregistré une hausse médiane de 20% par an. En comparaison, le rendement médian de 3% du cash et des obligations a rarement semblé aussi terne.

Fig. 3 – Allocation cash & bonds vs taux réels

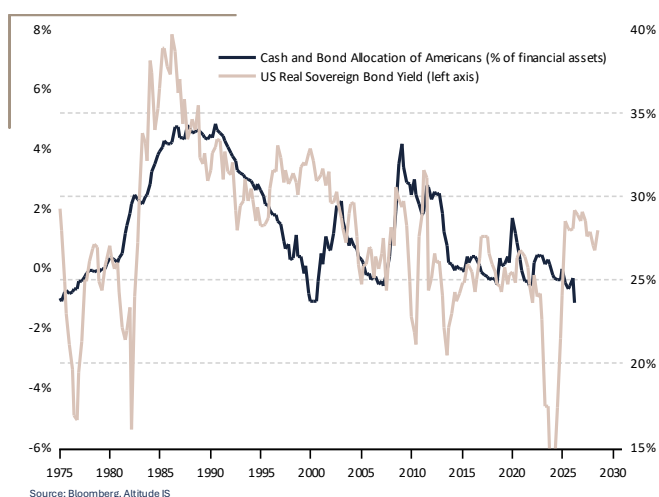
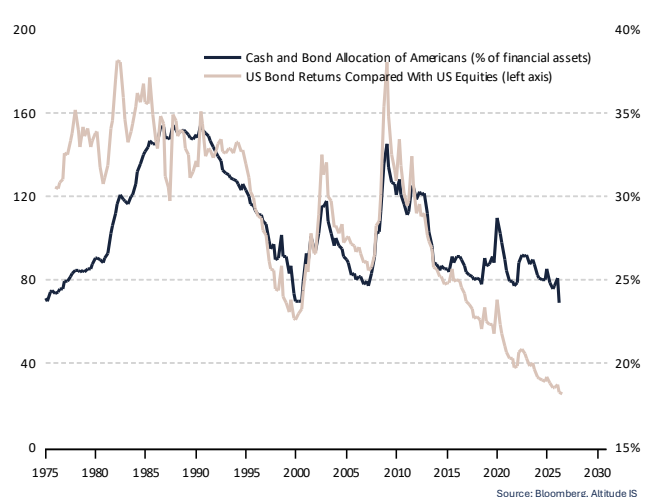


Fig. 4 – Allocation vs perf. relative des obligations



Au sein des actifs à revenu fixe, il est facile de comprendre le désamour des investisseurs pour les obligations longues, notamment en raison de la préférence pour le présent qui anime tout investisseur, du très faible écart de taux qui sépare les obligations longues et courtes (cf. Fig. 5) et de la performance fortement négative des fonds obligataires ces dernières années. Certes, au vu de l'asymétrie qu'offrent désormais ces obligations (cf. Fig. 6), ce raisonnement n'est plus rationnel, mais il l'était au cours des dernières années. **En revanche, le désintérêt des investisseurs pour le cash et les T-bills est nettement moins intuitif.**

L'allocation en cash des Américains est tombée à 12%, un niveau extrêmement faible en comparaison historique, alors même que les bons du Trésor à 3 mois ont rapporté plus de 5% en 2023 et 2024, et rapportent encore près de 4% aujourd'hui (cf. Graphique de la semaine). **Cette divergence a de quoi surprendre puisque, lors des 70 dernières années, l'allocation en cash a souvent accompagné celle des taux courts, avec un décalage de deux ans.** Ce fut le cas lorsqu'ils ont grimpé dans les années 1970, ou reculé dans les années 1990. Depuis 2022, à l'instar de ce qui s'était produit lors de la bulle internet à la fin des



années 1990, la relation s'est rompue. Malgré des rendements inédits depuis 15 ans, le cash n'a réussi à séduire ni les ménages, ni les gestionnaires d'actifs, ni les fonds de pension, ni les assureurs vie américains.

Fig. 5 – Courbe des rendements américains

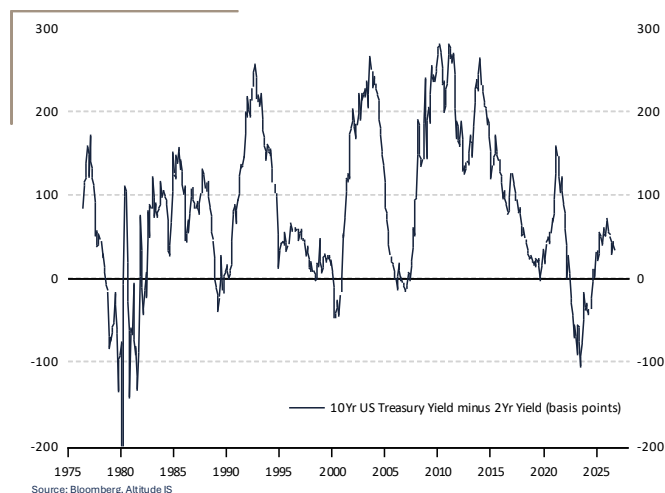


Fig. 6 – Matrice des performances escomptées

Bond \ Yield move	+200bps	+150bps	+100bps	+50bps	0bps	-50bps	-100bps	-150bps	-200bps
3m US Treasury	+5.7%	+5.3%	+4.9%	+4.5%	+4.1%	+3.7%	+3.4%	+3.0%	+2.6%
1yr US Treasury	+4.4%	+4.4%	+4.4%	+4.4%	+4.4%	+4.4%	+4.4%	+4.4%	+4.4%
2yr US Treasury	+3.3%	+3.7%	+4.2%	+4.7%	+5.2%	+5.7%	+6.1%	+6.6%	+7.1%
3yr US Treasury	+1.5%	+2.4%	+3.3%	+4.2%	+5.1%	+6.1%	+7.1%	+8.0%	+9.0%
5yr US Treasury	-1.7%	-0.0%	+1.7%	+3.4%	+5.2%	+7.0%	+8.9%	+10.8%	+12.7%
7yr US Treasury	-4.2%	-1.9%	+0.4%	+2.9%	+5.4%	+8.0%	+10.7%	+13.5%	+16.3%
10yr US Treasury	-7.6%	-4.5%	-1.3%	+2.0%	+5.5%	+9.2%	+13.0%	+16.9%	+21.1%
20yr US Treasury	-13.9%	-9.4%	-4.6%	+0.5%	+6.1%	+12.2%	+18.7%	+25.8%	+33.5%
30yr US Treasury	-17.7%	-12.7%	-7.2%	-1.2%	+5.6%	+13.1%	+21.4%	+30.8%	+41.3%

Source: Bloomberg, Altitude IS

Les éléments qui suivent sont contre-intuitifs, mais parfaitement compréhensibles :

3. **Le dénominateur est tout aussi important que le numérateur.** L'allocation en cash se mesure en pourcentage des actifs financiers totaux. En volume, les Américains n'ont jamais détenu autant de cash. Les encours des fonds monétaires frôlent les 8'000 milliards de dollars, un record absolu. Or la progression des marchés immobilier et boursier a été bien plus importante que celle des liquidités. Le ratio de cash n'a donc pas pu éviter de se contracter. **La faiblesse de l'allocation en cash ne décrit donc pas un désintérêt des investisseurs mais une inflation des valorisations immobilières et boursières.**
4. La hausse des taux a tout de même eu un effet attractif sur l'allocation en cash, mais elle s'est jouée à l'intérieur de la poche et donc, ici encore, de manière invisible. Ces dernières années, lorsque les Américains ont cherché à optimiser le rendement de leurs liquidités, ils ont déplacé leurs avoirs détenus sur des dépôts bancaires, peu ou pas rémunérés, vers des fonds monétaires qui offraient de meilleures perspectives. Les deux segments appartenant à la même catégorie d'actifs, **la hausse des taux courts a donc influencé la composition de la poche cash, mais pas son poids dans le patrimoine.**

Le décalage historique entre les mouvements de taux et l'allocation en cash (cf. Graphique de la semaine) rappelle qu'il faut habituellement patienter deux ans avant de constater des modifications. Ce délai peut d'ailleurs être induit par un processus indirect. La hausse des taux renchérit le coût du capital, comprime les multiples, freine la croissance économique et provoque une baisse de la valeur des actions. Le poids du cash remonte alors mécaniquement. **Il arrive ainsi que la convergence entre le niveau des taux et l'allocation en cash ne s'opère pas tant par l'attractivité du cash que par la survenue d'un *bear market* boursier.**



Conclusion :

Sévèrement secoués ces dernières années, le cash et les obligations semblent avoir perdu leur place dans les portefeuilles, et avec elle, le coussin qui servait autrefois à amortir les chocs. Les investisseurs chercheront à le remplumer, par intérêt pour le jour où les rendements réels redeviendront attractifs, ou par obligation lorsqu'un marché actions baissier leur rappellera l'utilité de ce coussin.



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)	1 139.9	48.85	-0.7%	-0.1%	13.9%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	7 723	54.83	-0.2%	0.8%	13.8%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	51 177	39.37	-1.3%	-3.5%	7.8%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	27 191	62.14	0.5%	3.8%	17.5%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	656.7	42.00	-1.2%	-1.7%	10.2%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 462	34.11	-2.1%	-2.6%	8.1%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 661	33.75	-2.0%	-4.8%	6.1%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	69 929	62.01	3.5%	6.8%	37.7%	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 709	48.61	-1.3%	0.7%	23.8%	34.3%	8.0%
Brazil (IBOVESPA)	192 115	71.34	4.7%	3.7%	19.2%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	64 532	49.10	-0.7%	-0.4%	2.3%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	72 537	24.39	-2.3%	-6.5%	-14.5%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 358	32.89	-3.5%	-5.6%	-4.1%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	163.6	49.23	-1.7%	2.2%	0.5%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	416.9	38.07	-0.8%	-4.2%	-8.0%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	289.6	30.10	-2.1%	-4.5%	2.1%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	349.8	47.75	0.3%	-2.8%	35.7%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	233.7	27.84	-2.9%	-6.0%	5.7%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	404.9	37.26	-2.8%	-4.5%	4.1%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	508.1	42.74	-0.6%	-1.1%	10.2%	26.2%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	1 329.1	68.25	1.4%	7.5%	38.2%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	424.2	36.70	-1.6%	-6.5%	9.6%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	963	20.55	-2.1%	-5.9%	-2.3%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	188.8	32.06	0.1%	-4.2%	0.0%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	4.43%	28.88	-0.5%	-2.2%	-2.8%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	5.12%	30.63	-0.5%	-2.1%	-2.7%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.93%	38.75	0.1%	-1.5%	-3.0%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	3.32%	54.57	1.1%	-0.1%	-1.5%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	5.31%	46.89	0.3%	-0.5%	-1.9%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.77%	50.04	1.0%	-0.8%	-1.2%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	2.75%	36.34	0.0%	-0.2%	-4.1%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	7.15%	19.67	-0.7%	-3.8%	-2.5%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	6.05%	27.09	-0.2%	-2.5%	-3.1%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	4.27%	41.82	0.5%	-1.1%	-1.1%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	7.12%	15.36	-0.5%	-2.4%	-0.7%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	8.29%	24.12	-0.2%	-2.4%	0.1%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	6.93%	14.49	-0.5%	-2.0%	-0.3%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	8.48%	15.36	-0.9%	-3.7%	0.5%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	612.5	46.77	-0.3%	-0.2%	13.7%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	812.0	49.06	0.7%	0.7%	16.0%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	303.8	47.89	0.1%	-0.4%	4.5%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	290.0	46.50	0.1%	-0.7%	2.5%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	324.5	59.03	1.0%	1.7%	25.8%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 928	78.64	n.a.	2.3%	11.5%	6.6%	11.1%
Macro	1 568	74.24	n.a.	2.7%	13.8%	6.8%	7.4%
Equity Long Only	2 638	70.47	n.a.	3.2%	10.2%	6.7%	12.0%
Equity Long/Short	2 126	75.73	n.a.	2.5%	14.4%	7.9%	14.0%
Event Driven	2 106	85.71	n.a.	2.1%	14.8%	9.7%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	2 008	86.49	n.a.	0.6%	12.5%	7.2%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 938	85.22	n.a.	1.9%	10.5%	7.1%	9.8%
Credit	1 786	92.51	n.a.	0.7%	6.4%	3.9%	8.5%
Credit Long/Short	1 819	94.81	n.a.	0.6%	7.0%	4.9%	10.0%
Commodity	2 200	82.16	n.a.	4.6%	14.5%	9.9%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 556	68.90	n.a.	3.6%	19.0%	9.5%	7.9%
Volatility							
VIX	15.31	47.64	3.0%	0.7%	2.4%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	19.30	55.60	11.9%	10.2%	31.2%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 126	n.a.	0.3%	-6.3%	-4.5%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	60.87	n.a.	0.4%	-8.0%	-15.1%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	91.11	n.a.	-8.1%	0.1%	58.7%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	126.63	n.a.	2.9%	28.7%	102.8%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	102.51	76.73	1.3%	3.4%	4.3%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1167	16.29	-1.8%	-3.9%	-4.9%	13.4%	-6.2%
JPY	158.11	45.26	-0.5%	-2.4%	-0.9%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3197	32.50	-0.4%	-2.5%	-2.1%	7.7%	-1.7%
AUD	0.6937	29.29	-1.2%	-3.9%	4.0%	7.8%	-9.2%
CAD	1.4291	20.65	-0.8%	-3.3%	-4.0%	4.8%	-7.9%
CHF	0.8308	36.58	0.2%	-2.6%	-4.6%	14.5%	-7.3%
CNY	6.7060	58.08	0.1%	0.2%	4.2%	4.5%	-2.7%
MXN	18.236	21.51	-1.3%	-7.2%	-1.3%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 924.1	51.28	0.0%	-0.1%	3.9%	7.2%	-0.7%
XBT	85 751	n.a.	2.5%	7.5%	-2.2%	-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.

