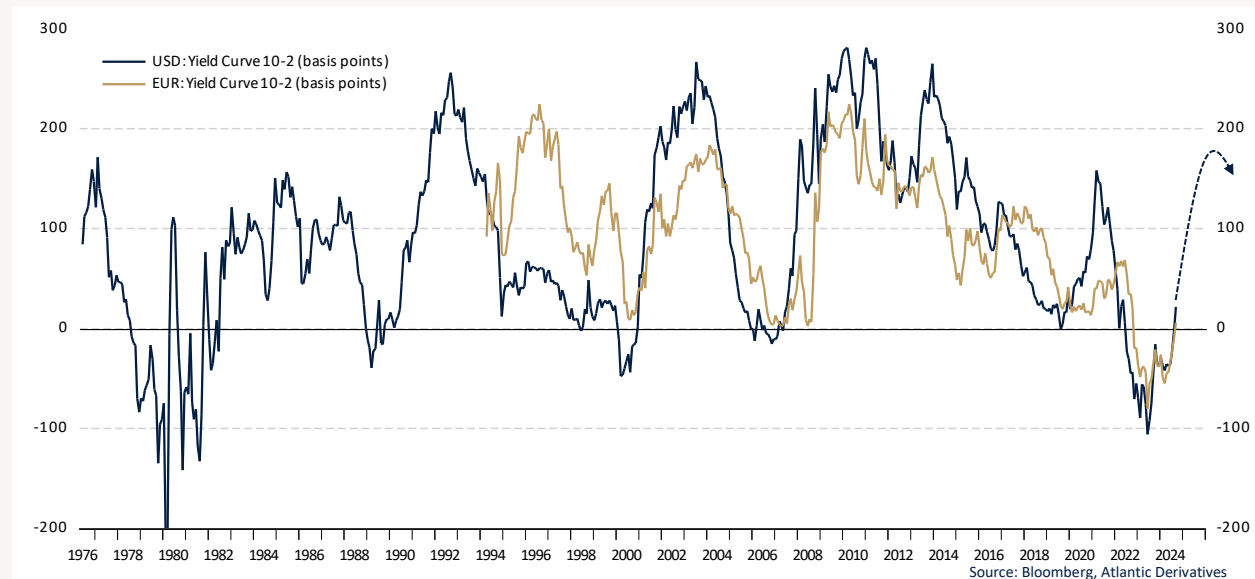




"LES OBLIGATIONS SONT SUR LA VOIE DU SUCCÈS"

- ◆ Après avoir été délaissées pour mauvaises performances, les obligations sont plébiscitées
- ◆ Pour connaître l'ampleur des gains, reste à savoir jusqu'où iront les banques centrales ?
- ◆ Les taux longs ont-ils déjà suffisamment chuté ? Faut-il déjà réduire la durée ?
- ◆ Dans tous les cas, le processus de pentification ne fait que commencer

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Il était temps de revenir à la normale"



ANALYSE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

De nombreux bouleversements sont intervenus sur le marché des titres à revenu fixe. Après deux années de hausse rapide et brutale des taux directeurs, suivies d'un an de stabilisation, les banques centrales ont fini par pivoter (cf. Fig. 2). La suite ne fait aucun doute : **la baisse des taux va se poursuivre.** Ce premier grand bouleversement est d'autant plus remarquable que la Réserve fédérale américaine (Fed) n'a pas été pionnière. A la différence des dernières décennies, elle a modifié son principal outil de politique monétaire après les banques centrales européennes. Si ce décalage était parfaitement justifié par le dynamisme de la croissance, de l'inflation et de la progression des salaires



outré-Atlantique, il était inhabituel. Il a permis au dollar de rester relativement "cher" contre l'euro, la livre sterling et le franc suisse, le différentiel de taux entre les États-Unis et l'Europe étant nettement favorable au billet vert. Depuis quelques trimestres, **la devise américaine faiblit et sa dépréciation devrait s'accroître à mesure que la Fed coupera ses taux**, surtout si Jerome Powell adopte un rythme de -50 points de base toutes les six semaines. Nos modèles économétriques permettent de justifier un dollar s'échangeant à 1.23 pour 1 euro (cf. Fig. 3), 1.46 pour 1 livre sterling et 0.86 franc suisse pour 1 dollar d'ici la fin 2025 (cf. Stratégie & Thématiques du 1^{er} juillet 2024).

Fig. 2 – Taux directeurs des banques centrales

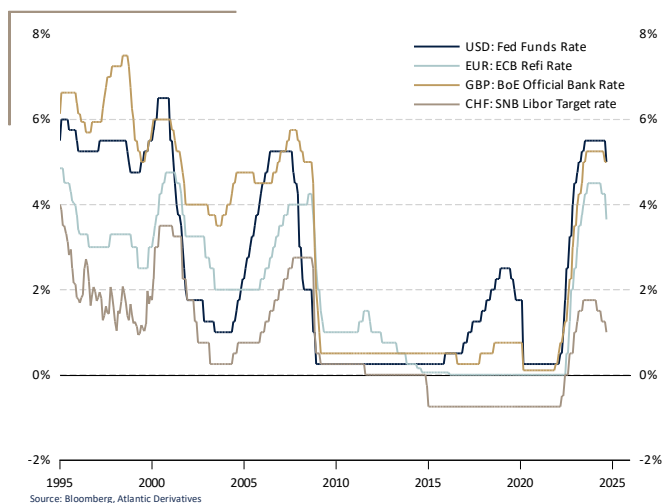
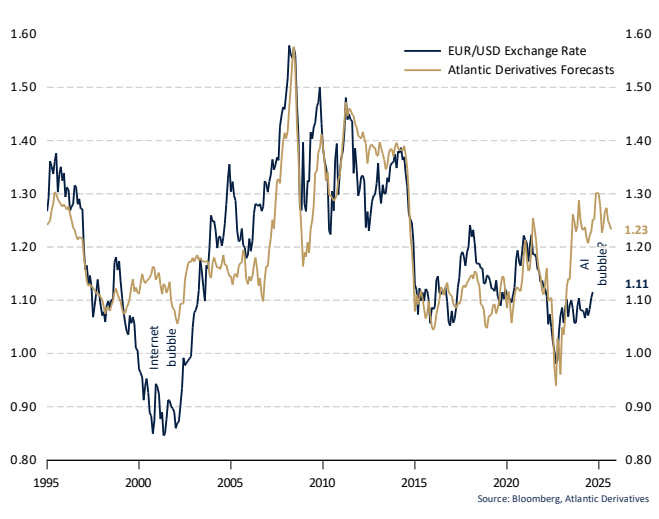
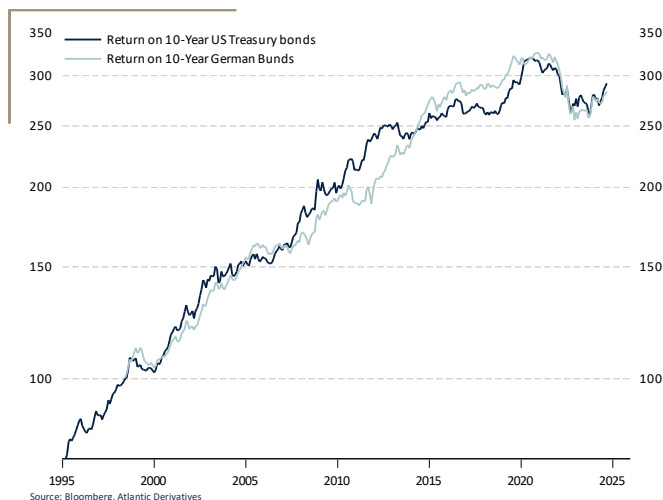


Fig. 3 – Taux de change EUR/USD



Les marchés obligataires avaient anticipé l'action des banques centrales. Comme à chaque cycle, la baisse des taux longs a débuté dès que les investisseurs ont commencé à escompter une période de récession, de désinflation ou tout autre signe nécessitant une normalisation de la politique monétaire. Le point haut des rendements obligataires a été atteint en octobre 2023, lorsque les rendements des bons du Trésor américain et du Bund allemand rémunéraient respectivement 5.02% et 3.02%. Dès lors, les rendements se contractant, **les investisseurs ont vu leurs actifs à revenu fixe s'apprécier de 5% à 23%**, selon qu'ils étaient libellés en dollars ou en euros et, surtout, selon qu'ils avaient une maturité comprise entre 1 et 30 ans (cf. Fig. 4 & 5). Les économistes auraient-ils parfois raison ?

Fig. 4 & 5 – Performance des obligations souveraines



Returns on sovereign bonds since Octobre 2023

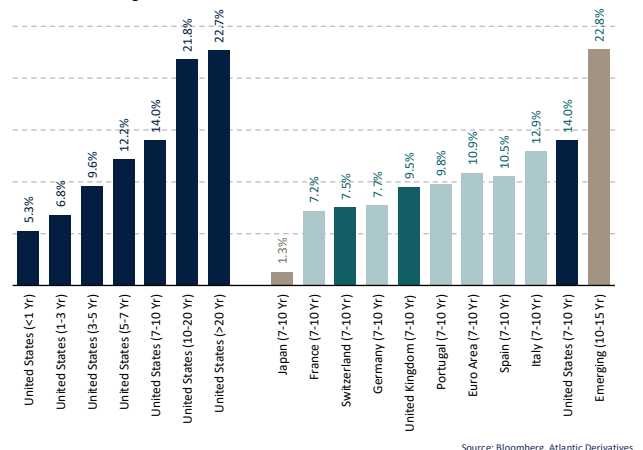
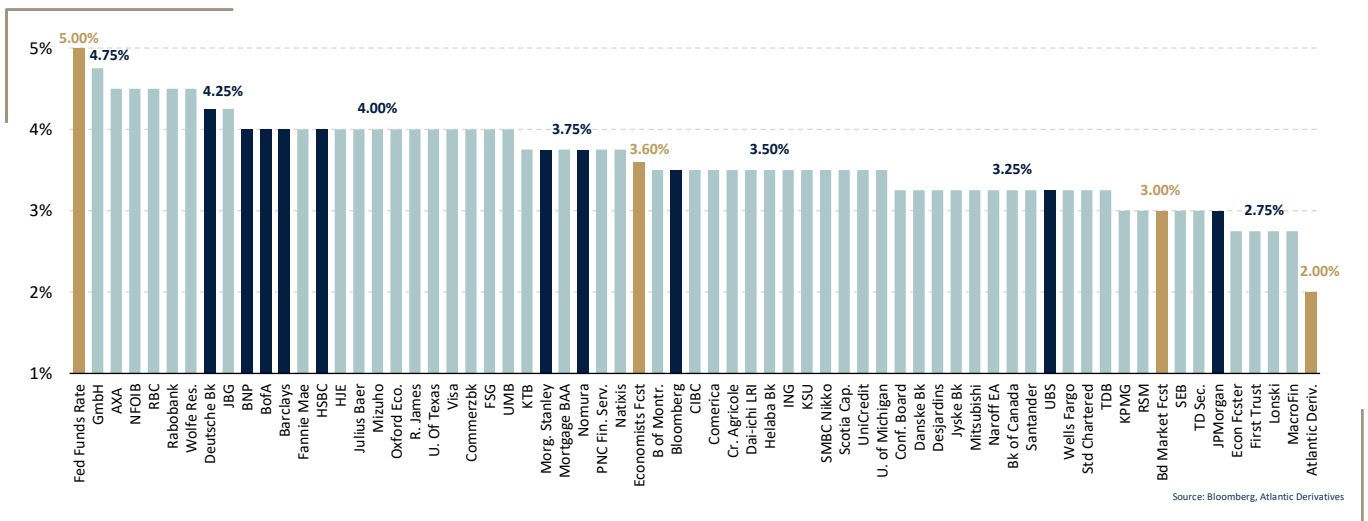




Fig. 6 – Estimation des Fed funds en décembre 2025, selon les économistes



Désormais, la première question que tout le monde se pose est : "jusqu'où les banques centrales baisseront-elles leurs taux ?". Pour y répondre, les investisseurs devraient garder à l'esprit que les cycles se suivent et se ressemblent. Chaque fois, les prévisions sont trop timides. Chaque fois, les taux directeurs sont réduits à une vitesse deux fois plus rapide que la hausse qui précède. Chaque fois, au moins les trois quarts de la hausse sont effacés. Dans le cas présent, cela signifierait avoir un taux final à 2% pour les Fed funds et à 1.5% pour le Refi d'ici décembre 2025. Au vu des prévisions des banques d'investissement (cf. Fig. 6), mais également des investisseurs obligataires (cf. Fig. 7), il semble que la baisse des taux ne soit pas encore complètement intégrée (cf. Fig. 8). Le potentiel de gains additionnels des investissements obligataires demeure donc élevé.

Fig. 7 – Estimation des baisses de taux par le marché

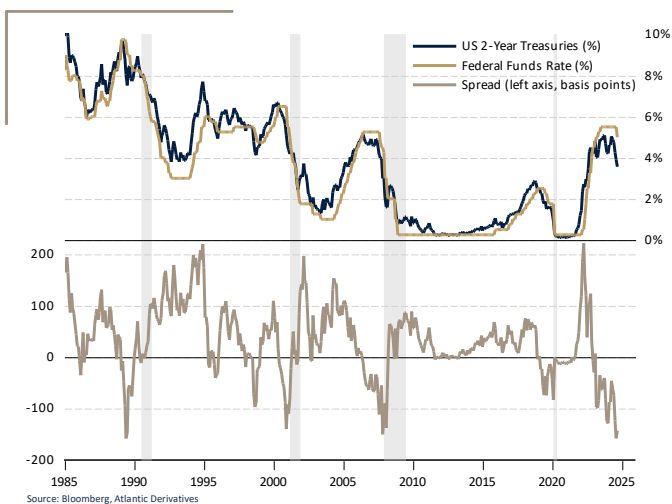
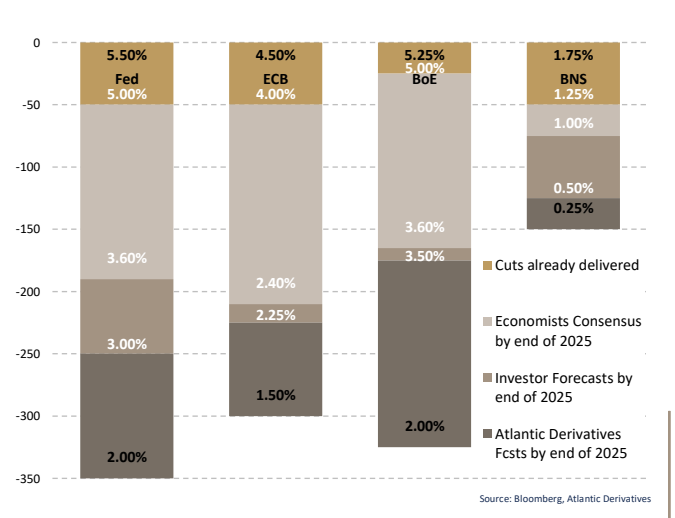


Fig. 8 – Estimation totale des baisses de taux



La deuxième question qui en découle est : "faut-il réduire la durée ou la conserver encore quelques trimestres ?". Cette interrogation est légitime dans la mesure où, en réaction à la décision de la Fed d'abaisser son taux directeur de 5.50% à 5.00% le 19 septembre, le rendement des obligations à 10 ans a eu tendance à s'élever, passant de 3.6% à 3.8%. C'est atypique. Ainsi, tandis que les Treasuries à 1 an délivraient une performance additionnelle de +0.1%, leurs homologues à 10 ans généraient une perte de -1.2%.



Une étude approfondie du marché obligataire depuis 1970 permet de démontrer que, lors des cinq cycles similaires à celui d'aujourd'hui, **la hausse des taux longs a commencé au minimum 14 mois après la première baisse des taux de la Fed, lorsque l'institution avait déjà effectué au moins 85% de son processus d'assouplissement monétaire** (cf. Fig. 9). La principale controverse à cette analyse est qu'entre 1980 et 2020, la globalisation favorisait la désinflation et donc la baisse structurelle des rendements. Désormais, la hausse des taux longs ne pourra plus être minimisée, voire masquée par ce phénomène. **Les conclusions doivent donc être nuancées mais, si la séquence est à nouveau respectée, alors les investisseurs doivent s'armer de patience.** Ils ne doivent pas succomber à la tentation humaine de la prise de bénéfices hâtive, mais **conserver leurs obligations longues (la durée dans leurs portefeuilles)**. Ce biais comportemental, également très répandu sur le marché boursier et qui consiste à vendre les investissements qui performant pour conserver ceux qui sont en souffrance, génère d'importantes moins-values. Au contraire, l'expérience et les mathématiques démontrent qu'il est préférable de conserver le plus longtemps possible les investissements qui génèrent des profits, tant que les objectifs n'ont pas été atteints ou que les fondamentaux ne se sont pas dégradés.

Fig. 9 – Calendrier de la hausse des taux longs

US 10-Year yields start to rise when			
	Fed rate cut process achieved at	Number of months since first cut	Spread of the 10-2 yield curve
80's	100%	15	88
90's	85%	41	200
00's	85%	22	222
10's	100%	17	241
20's	100%	14	51
Min	85%	14	51
Average	94%	22	160
Max	100%	41	241
2024-25	15%-25%	1	22

Source: Bloomberg, Atlantic Derivatives

Fig. 10 – Matrice de performance des obligations

Targeted 10-Year Yield by end 2025	Maturity						
	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year
6.0%	2.8%	0.6%	-2.7%	-5.6%	-9.6%	-18.3%	-23.8%
5.5%	3.1%	1.4%	-1.1%	-3.3%	-6.5%	-13.6%	-18.5%
5.0%	3.4%	2.2%	0.5%	-1.0%	-3.3%	-8.6%	-12.6%
4.5%	3.7%	3.0%	2.1%	1.4%	0.0%	-3.0%	-6.0%
4.0%	4.1%	3.8%	3.8%	3.9%	3.5%	2.9%	1.3%
3.76%	4.2%	4.2%	4.6%	5.1%	5.2%	6.0%	5.2%
3.5%	4.4%	4.6%	5.5%	6.4%	7.2%	9.4%	9.6%
3.0%	4.7%	5.5%	7.2%	9.0%	11.0%	16.5%	18.9%
2.5%	5.0%	6.3%	9.0%	11.7%	14.9%	24.1%	29.4%
2.0%	5.3%	7.1%	10.8%	14.5%	19.1%	32.4%	41.2%
1.5%	5.7%	8.0%	12.6%	17.3%	23.4%	41.5%	54.5%

Source: Bloomberg, Atlantic Derivatives

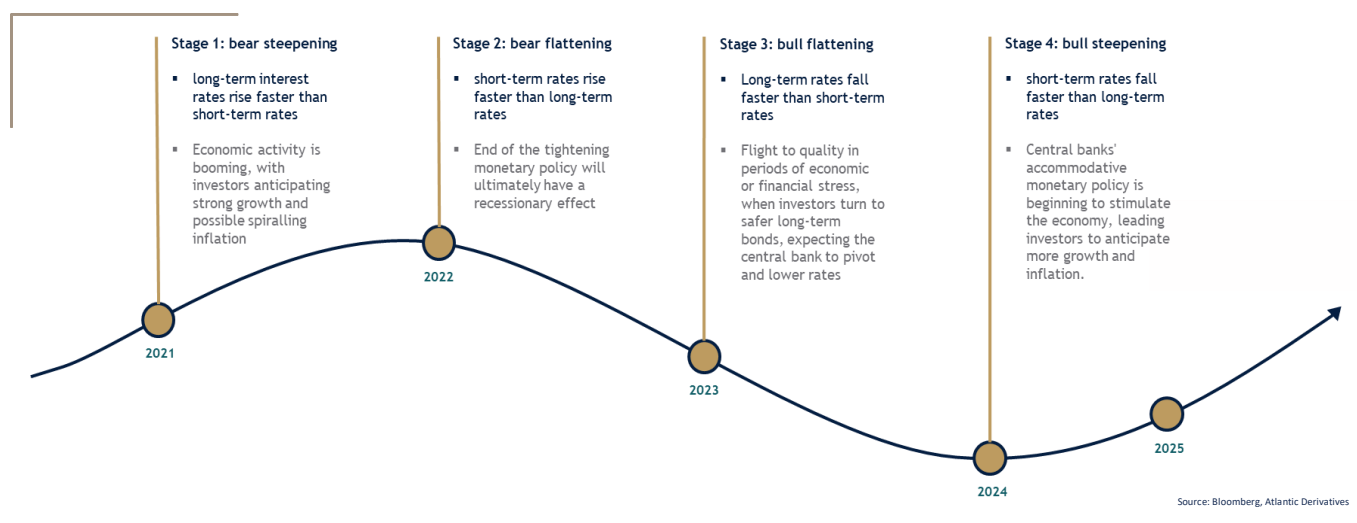
Au vu de nos modélisations économétriques, le scénario le plus probable est que les rendements des obligations longues se stabilisent au voisinage des niveaux actuels. Concrètement, les taux à 10 ans des obligations souveraines américaines pourraient osciller entre 3% et 4% durant plusieurs trimestres. Ainsi, les effets duration et roll down permettront de générer davantage de profits que l'effet positif de la baisse des taux pour les obligations à courtes maturités. Une simple matrice de performance permet d'escompter les revenus générés par les obligations à horizon fin 2025 (cf. Fig. 10). **L'asymétrie entre la performance et le risque plaide pour les obligations souveraines "longues mais pas trop", de maturité 5-7 ans.**

Cette analyse sur la séquence de mouvement des taux courts et longs permet de converger aisément vers les stratégies de pentification de la courbe des rendements. **Chaque phase du cycle économique permet à la courbe de se pentifier, de s'aplatir, voire de s'inverser** (cf. Fig. 11). Dans un environnement "normal", les taux longs sont plus élevés que les taux courts. La préférence pour le présent incite les investisseurs à demander une rémunération plus élevée pour accepter d'immobiliser leur argent plus longtemps. Cette rationalité n'est remise en cause que lorsqu'ils anticipent que les taux vont fortement chuter. Dans ce cas spécifique, ils préfèrent sécuriser le rendement actuel pour longtemps. Ce fut le cas lors des 26 derniers mois : un record (cf. Fig. 12). Tôt



ou tard, la courbe des rendements finit par se repentifier, de manière à respecter la préférence pour le présent. Habituellement, cela se produit lorsque la banque centrale coupe ses taux directeurs pour soutenir la croissance économique et l'inflation, donnant raison aux investisseurs qui avaient anticipé ce mouvement en achetant des obligations longues lors de la phase précédente. Lors de cette phase, les taux courts chutent donc plus rapidement que les taux longs, c'est le "bull steepening". Ce n'est qu'une fois que les banques centrales ont agi plusieurs fois que les investisseurs se mettent à anticiper la phase suivante, d'un retour de la croissance et de l'inflation et donc une hausse des taux longs plus rapide que celle des taux courts, c'est le "bear steepening". Cette séquence doit être respectée. Les deux phases sont rarement imbriquées. A-t-on déjà entendu parler d'un "bull/bear steepening" ? Non. **Par le passé, les taux longs n'ont pas commencé à s'élever avant que les taux de la Fed ne leur soient en moyenne 160 points de base plus faibles, contre 22 aujourd'hui.**

Fig. 11 – Cycle de la courbe des rendements



Même si les certitudes n'existent que très peu en investissement, **il est très probable que la pentification de la courbe des taux s'accélère au cours des prochains trimestres.** Peu importe la durée de la phase de bull steepening avant que celle de bear steepening s'enclenche. **L'objectif est d'entrevoir un écart de 100 à 200 points de base entre les taux à 10 et à 2 ans, aux États-Unis comme en Zone Euro** (cf. Graphique de la semaine).

Conclusion :

Le marché obligataire délivre (enfin) des performances positives, voire très positives. La baisse des taux directeurs par les banques centrales n'est pas (encore) complètement escomptée. Au cours des prochains trimestres, les bons du Trésor et la duration continueront d'être plébiscités par les investisseurs. Quant aux stratégies profitant de la pentification de la courbe des rendements, elles leur apporteront une diversification performante à moindre risque.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2024 Year-to-Date (%)	2023 (%)	2022 (%)
Equities							
World (MSCI)	852.8	70.56	1.9%	2.9%	19.2%	22.8%	-17.9%
USA (S&P 500)	5 738	64.33	0.6%	2.1%	21.6%	26.3%	-18.1%
USA (Dow Jones)	42 313	66.63	0.6%	2.8%	13.9%	16.2%	-6.9%
USA (Nasdaq)	18 120	61.51	1.0%	2.1%	21.4%	44.7%	-32.5%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	522.7	67.33	3.7%	3.6%	13.6%	19.5%	-11.4%
UK (FTSE 100)	8 321	54.75	1.2%	-0.1%	10.9%	7.7%	4.6%
Switzerland (SMI)	12 234	57.70	2.5%	-0.4%	13.4%	7.1%	-14.3%
Japan (Nikkei)	37 820	66.65	6.2%	4.7%	20.8%	31.0%	-7.3%
Emerging (MSCI)	1 175	80.77	6.2%	7.0%	17.5%	10.2%	-19.8%
Brasil (IBOVESPA)	132 730	47.80	1.3%	-3.0%	-1.1%	22.3%	4.7%
Mexico (IPC)	52 778	51.41	1.1%	0.7%	-6.1%	22.4%	-5.8%
India (SENSEX)	84 778	74.81	1.2%	4.7%	19.8%	20.3%	5.8%
China (CSI)	3 969	83.07	15.7%	12.3%	10.9%	-9.1%	-19.8%
Com. Services (MSCI World)	118.93	74.04	2.2%	4.6%	25.3%	38.1%	-35.3%
Cons. Discretionary (MSCI World)	402.8	77.70	4.8%	9.1%	15.0%	29.5%	-31.5%
Cons. Staples (MSCI World)	295.9	66.82	1.8%	1.8%	12.9%	3.2%	-6.0%
Energy (MSCI World)	251.3	48.06	-0.4%	-3.3%	6.6%	6.0%	34.5%
Financials (MSCI World)	176.3	68.27	0.9%	3.0%	21.9%	16.4%	-9.2%
Health Care (MSCI World)	394.6	45.30	-0.6%	-1.3%	14.3%	4.1%	-5.7%
Industrials (MSCI World)	398.9	73.77	2.8%	5.0%	19.0%	22.5%	-12.6%
Info. Tech. (MSCI World)	738.9	60.98	1.9%	1.3%	26.5%	51.4%	-30.9%
Materials (MSCI World)	362.7	77.28	5.7%	6.2%	9.0%	12.6%	-11.0%
Real Estate (MSCI World)	1 049.7	71.48	1.2%	3.8%	9.8%	5.3%	-26.6%
Utilities (MSCI World)	177.3	76.45	1.9%	6.2%	23.6%	1.6%	-3.8%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.30%	66.09	0.5%	1.4%	3.8%	5.7%	-16.2%
USA (Sovereign)	3.70%	58.05	0.0%	1.0%	4.1%	4.1%	-12.5%
Euro Area (Sovereign)	2.63%	59.57	0.6%	1.3%	1.9%	7.1%	-18.5%
Germany (Sovereign)	2.10%	58.53	0.7%	1.2%	1.0%	5.6%	-17.8%
UK (Sovereign)	3.95%	44.62	-0.5%	0.4%	0.0%	5.6%	-17.1%
Switzerland (Sovereign)	0.61%	61.35	1.0%	0.8%	4.0%	7.9%	-12.5%
Japan (Sovereign)	0.60%	62.66	0.5%	0.6%	-0.3%	0.9%	-2.8%
Emerging (Sovereign)	6.78%	74.61	0.1%	1.9%	8.6%	11.0%	-17.4%
USA (IG Corp.)	4.68%	63.59	0.0%	2.0%	5.5%	8.5%	-15.8%
Euro Area (IG Corp.)	3.23%	66.09	0.2%	1.1%	3.7%	8.2%	-13.6%
Emerging (IG Corp.)	5.97%	82.77	0.3%	1.4%	8.5%	6.7%	-14.9%
USA (HY Corp.)	6.98%	86.69	0.1%	1.6%	8.0%	13.4%	-11.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.93%	85.42	0.2%	0.9%	6.3%	12.1%	-10.6%
Emerging (HY Corp.)	8.57%	85.73	0.4%	2.3%	12.8%	13.1%	-12.4%
World (Convertibles)	436.6	78.70	1.5%	2.9%	8.4%	12.3%	-18.2%
USA (Convertibles)	583.0	74.67	1.4%	3.2%	7.3%	14.6%	-20.1%
Euro Area (Convertibles)	223	75.23	0.4%	1.9%	9.9%	7.3%	-11.1%
Switzerland (Convertibles)	263.7	40.40	0.4%	-2.7%	-2.0%	5.8%	-19.1%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 563	75.59	n.a.	0.1%	7.9%	7.8%	-6.9%
Macro	1 323	68.20	n.a.	-0.6%	5.9%	1.6%	1.3%
Equity Long Only	2 192	69.24	n.a.	1.4%	11.0%	15.9%	-16.4%
Equity Long/Short	1 631	73.81	n.a.	0.5%	10.9%	7.7%	-10.7%
Event Driven	1 701	74.84	n.a.	0.1%	7.2%	7.3%	-4.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 598	91.80	n.a.	0.2%	8.8%	6.6%	2.3%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 645	87.00	n.a.	-0.3%	8.5%	7.8%	-2.0%
Credit	1 567	33.60	n.a.	0.8%	6.5%	8.1%	-5.0%
Credit Long/Short	1 592	89.25	n.a.	1.1%	7.6%	11.2%	-1.4%
Commodity	1 690	78.18	n.a.	0.7%	8.4%	7.3%	10.5%
Commodity Trading Advisors	1 338	56.40	n.a.	-1.4%	7.5%	-3.6%	5.3%
Volatility							
VIX	16.96	49.38	5.0%	9.9%	36.2%	-42.5%	25.8%
VSTOXX	15.95	45.29	-1.4%	3.2%	17.5%	-35.0%	8.4%
Commodities							
Commodities (CRB)	538.5	n.a.	0.8%	0.2%	5.5%	-8.0%	-4.1%
Gold (Troy Ounce)	2 657	n.a.	1.1%	6.2%	28.8%	13.1%	-0.3%
Silver (Troy Ounce)	32	n.a.	2.9%	10.1%	32.8%	-0.7%	2.8%
Oil (WTI, Barrel)	68.18	n.a.	-5.2%	-9.7%	-4.8%	-10.7%	4.2%
Oil (Brent, Barrel)	71.98	n.a.	-5.4%	-12.9%	-7.2%	-4.5%	5.3%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	100.37	37.24	-0.5%	-1.3%	-0.9%	-2.1%	8.2%
EUR	1.1168	58.07	0.5%	0.9%	1.2%	3.1%	-5.8%
JPY	141.82	59.79	1.3%	3.6%	-0.6%	-7.0%	-12.2%
GBP	1.3391	64.31	0.3%	1.9%	5.2%	5.4%	-10.7%
AUD	0.6937	68.21	1.4%	2.1%	1.8%	0.0%	-6.2%
CAD	1.3503	56.14	0.3%	-0.1%	-1.9%	2.3%	-6.8%
CHF	0.8409	60.20	0.8%	1.3%	0.1%	9.9%	-1.3%
CNY	7.0126	75.03	0.6%	1.5%	1.2%	-2.8%	-7.9%
MXN	19.711	42.46	-1.5%	0.6%	-13.9%	-14.9%	5.3%
EM (Emerging Index)	1 790.5	80.79	0.7%	1.6%	2.9%	4.8%	-4.3%
XBT	64 459	n.a.	1.5%	9.3%	51.6%	157.0%	-64.3%

Source: Bloomberg, Atlantic Derivatives SA

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Derivatives (ci-après "Atlantic"). 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 Atlantic, 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. Atlantic 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, Atlantic 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, Atlantic 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. Atlantic 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 Atlantic.