

Analyse des moteurs de rendement des US Treasuries

La baisse saisonnière de la volatilité a été mal interprétée

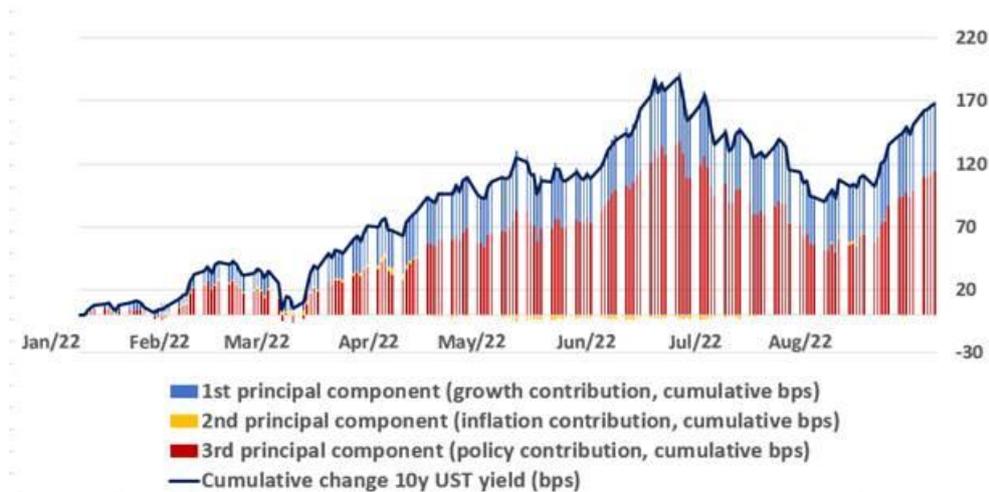
Au cours de chacune des dernières années, les taux d'intérêt ainsi que la volatilité des taux ont fortement diminué pendant les mois d'été. Cette année, le comportement saisonnier s'est intensifié en juillet lorsque le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré lors d'une conférence de presse que le rythme des hausses de taux finirait par ralentir. Les acteurs du marché obligataire ont interprété ses commentaires comme accommodants et ont commencé à recalibrer leurs attentes de hausse des taux de la Fed.

La baisse des rendements n'a pas semblé en phase avec les taux d'inflation mondiaux qui ont atteint des niveaux élevés depuis plusieurs décennies, la trajectoire clairement hawkish des banques centrales et la volatilité des taux implicites excessivement faible.

Nous avons pris quelques bénéfices sur nos importantes sous-pondérations sur le crédit américain et européen de qualité investissement et à haut rendement, car nous avons observé un resserrement décent des écarts de crédit. Nous avons maintenu nos sous-pondérations modérées sur les UST et les Bunds même lorsque les rendements ont baissé. En août, nous avons augmenté nos sous-pondérations sur les Bunds et les bons du Trésor américain, dont les rendements étaient proches de leurs plus bas, pour les transformer en une large sous-pondération. Nous avons également augmenté nos sous-pondérations sur le crédit Investment Grade et High Yield américain et européen. La détermination de la Réserve fédérale et de la BCE à remettre le génie de l'inflation dans la bouteille n'a fait que croître selon nous.

Importante erreur d'évaluation des taux à l'origine de nos fortes convictions de sous-pondération

Qu'est-ce qui a exactement causé la réévaluation des rendements 10 ans UST et Bund ? Était-ce bien ce qui a été perçu comme le « pivot accommodant » de Powell lors de la conférence de presse de juillet, ou y a-t-il eu des développements plus techniques derrière la demande accrue d'obligations d'État ? Notre graphique de la semaine analyse les trois facteurs statistiques les plus importants pour les rendements obligataires : le niveau, la pente et la courbure. Ces trois moteurs statistiques sont fortement corrélés respectivement à la croissance, à l'inflation et à la politique de la banque centrale.



Analyse des moteurs de rendement des US Treasuries (10 years)

Source : NN Investment Partners, Bloomberg

Le principal moteur de la baisse du rendement américain à 10 ans depuis le début de l'année a été la troisième composante, la politique de la banque centrale. La première composante, le proxy des anticipations de croissance, est restée relativement stable. La baisse du rendement américain à 10 ans depuis son pic de juin a en effet été entraînée par une révision des anticipations de politique monétaire, mais c'était avant même la conférence de presse de la Réserve fédérale du 27 juillet.

Les rendements ont commencé à baisser après la réunion de la Fed à la mi-juin, lorsque Powell a évoqué la possibilité d'une hausse de 50 points de base en juillet au lieu d'une autre hausse de 75 points de base. La baisse continue de l'été pourrait également être attribuée à la baisse saisonnière typique de la volatilité des taux d'intérêt.