

## SEMAINE 35

### MARCHES

#### Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-2,49%	-1,99%	-0,10%	-0,35%	-0,39%
YTD	9,31%	8,38%	9,84%	11,44%	13,10%

#### Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	-0,12%	0,00%
YTD	0,80%	2,48%

#### Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	89	95	147	55	266
Change	6	0	1	1	6

#### Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	1,94	0	2,72	0	78
US	3,62	-6	4,23	-3	60
REEL	Inf. BE	Change	10Y	Change	
DE	1,77	2	0,75	-3	
US	2,41	-1	1,82	-2	
Interban.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	1,92	-1	1,90	-14	

#### Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1684	64	3 447
Change	0%	1%	2%

### COMMENTAIRES

La dernière semaine du mois d'août a été globalement négative sur les marchés financiers, ce dont a profité le prix de l'or qui est de nouveau proche des sommets. Sur les marchés européens le début de semaine a été plombé par l'annonce d'un nouveau vote de confiance<sup>1</sup> à l'Assemblée nationale française, alors qu'aux Etats-Unis c'est plutôt la fin de semaine qui a été mauvaise avec une baisse généralisée du cours de bourse des actions technologiques vendredi. Au terme du mois d'août les indices boursiers européens ont perdu leur avance<sup>2</sup> par rapport aux indices boursiers américains qui ont aligné quatre mois consécutifs de hausse.

Vous aurez certainement lu que ce nouvel épisode dans la saga politique française a des répercussions sur le rendement des emprunts d'Etat français (OAT)<sup>3</sup> : au travers d'une hausse des rendements, ainsi que d'un élargissement de la prime de risque. Ce n'est pas faux mais l'affirmation doit être relativisée.

#### OUI LES RENDEMENTS OAT PROGRESSED MAIS ...

##### 1) LA HAUSSE DES RENDEMENTS SOUVERAINS DE LONG TERME EST UN PHÉNOMÈNE MONDIAL.

Actuellement on assiste à un mouvement de pentification généralisée des courbes de taux : les rendements de court terme baissent sous l'action des banques centrales<sup>4</sup> mais les rendements de long terme montent. Sur une courbe la maturité 30 ans est utilisée comme référence de taux long terme. Sur la dette allemande ce point de courbe est en hausse de +74 bps depuis le début de cette année alors que l'équivalent français ne progresse « que » de +67 bps. Ce qui se passe sur la courbe française est donc totalement en ligne avec ce qui est observé en Allemagne

ou dans d'autres devises. Les cas du Japon et du Royaume-Uni sont particulièrement médiatisés, les rendements long terme y sont au niveau le plus élevé depuis la fin des années 90' (graphique 2).

##### 2) LA CONVERGENCE DES RENDEMENTS SOUVERAINS EUROPÉENS N'EST PAS UN PHÉNOMÈNE NOUVEAU.

L'époque de l'Europe périphérique est bien révolue. Souvenez-vous du terme « PIGS » qui était employé il y a dix ans pour désigner le Portugal, l'Italie, la Grèce et l'Espagne. A l'époque ces pays étaient considérés mauvais élèves en matière de gestion de leurs finances publiques et le rendement de leurs emprunts obligataires était largement supérieur à celui demandé aux pays du Nord. En 2008 deux pays affichaient un taux d'endettement public supérieur à 100% du PIB, aujourd'hui ils sont au nombre de 5 (Belgique, France, Espagne, Italie, Grèce). Pas étonnant que les rendements s'harmonisent dans un contexte de dégradation de la gestion des finances publiques. Selon le FMI en 2030 le taux d'endettement public de la France sera plus élevé que celui de la Grèce (154% en 2024). Aujourd'hui le rendement d'une OAT 10 ans est supérieur à ce que paie la Grèce (3,57% vs 3,49%) !

Le cas de la France n'est pas unique, d'autres pays continuent à enchaîner les déficits publics en dépit d'un taux d'endettement public élevé. C'est le cas des Etats-Unis. Mais en ce qui les concerne les choses pourraient visiblement s'améliorer grâce aux tarifs réciproques. En tous cas l'avis commence à être partagé, le Congressional Budget Office estimant qu'ils pourraient réduire le déficit US de USD 4 trillions sur les 10 prochaines années. C'est 1 trillion de plus que l'estimation de juin et cela couvrirait

<sup>1</sup> Le 08 septembre

<sup>2</sup> En devise

<sup>3</sup> Au terme de la semaine le rendement d'une OAT 10 ans progresse de +10 bps.

<sup>4</sup> Qui ont tendance à (vouloir) baisser les taux

finalement le coût du Big Beautiful Bill, ce programme budgétaire qui prolonge et élargit les baisses d'impôts instaurées en 2017 ... Le tarif moyen appliqué aux pays étrangers a augmenté de 4% depuis juin (@ 18%). Les agences de rating saluent, S&P et FITCH ont affirmé le rating AA+ des Etats-Unis et l'ont assorti d'une perspective stable. Selon Fitch ceci représentera des rentrées de USD 250 milliards en 2025 vs USD 77 milliards en 2024, soit près de 1% du PIB. « À l'heure actuelle, il semble que les recettes tarifaires significatives pourraient compenser les aspects déficitaires de la récente législation budgétaire » dit FITCH. S&P prévoit de son côté que le déficit public américain atteindra en moyenne 6 % du PIB entre 2025 et 2028, contre 7,5 % en 2024 et 9,8 % en moyenne entre 2020 et 2023. Ce n'est pas encore suffisant pour infléchir la hausse<sup>5</sup> du taux d'endettement, mais de premières améliorations semble voir le jour.

**INCIDENCES SUR NOS GESTIONS**

Le poids de NVIDIA a été renforcé au sein de la stratégie actions. La politique d'investissement est de rester investi en toutes circonstances. Dans la stratégie obligataire, la tension sur les rendements souverains à long terme donne raison à notre positionnement défensif. Les primes de risque disponibles sur le marché obligataire sont trop faibles et le risque de taux demeure. Les opportunités sont rares, tant sur le marché primaire que secondaire. En l'absence d'évolution marquée des moteurs de performance du marché, notre stratégie obligataire est en mode « portage », ce qui veut dire qu'elle accumule les rendements précédemment achetés. L'objectif est de délivrer des rendements positifs réguliers. La performance YTD de la stratégie est en ligne avec celle d'un indice obligataire « overall ». Cependant, le rythme de croissance de la valeur des actifs est plus lent cette année que celui observé au cours des deux dernières années. Dans un tel environnement, l'activité transactionnelle est en baisse et consiste principalement à arbitrer les positions qui ont un rendement trop faible.

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	0,04%	1,03%
Actions	Global Quality	0,00%	5,09%

*Les performances affichées sont les performances nettes des compartiments au sein du fonds CONVENTUM. Ces performances peuvent différer des performances des comptes-titres.*  
 Source : EFA.

**SEMAINE À VENIR**

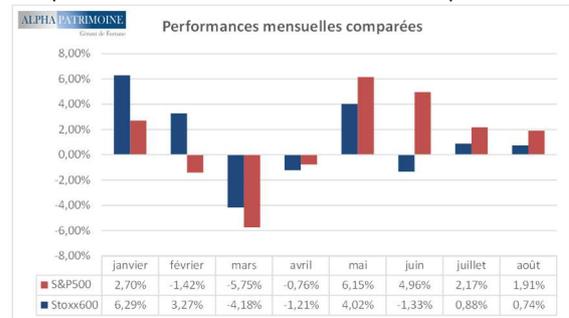
Les marchés américains étaient fermés ce lundi<sup>6</sup>. Ce mardi les indices CPI européens font état d'une inflation un peu plus élevée qu'attendu au mois d'août. Plus tard dans la semaine nous connaissons les derniers chiffres des prix à la production et des ventes de détail. Les chiffres les plus importants seront publiés vendredi. Ce sont les créations

<sup>5</sup> Fitch prévoit toujours bien que le ratio Dette/PIB passera de 114% actuellement à 127% en 2027

d'emplois aux Etats-Unis. Souvenez-vous que la forte révision baissière de ces chiffres le mois dernier a eu pour conséquence le licenciement de la personne en charge de ces chiffres, Donald TRUMP estimant qu'ils ont été manipulés à des fins politiques.

**GRAPHIQUE 1**

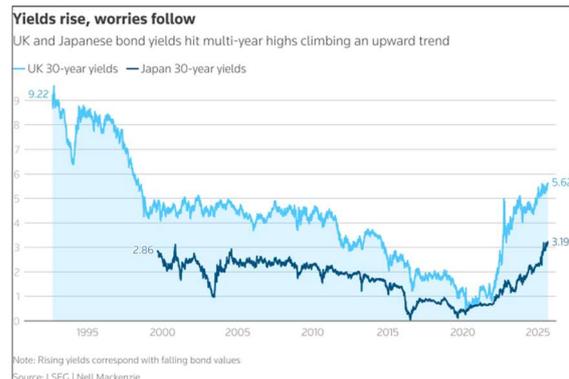
Sur-performance des actions américaines depuis avril.



Source : LSEG

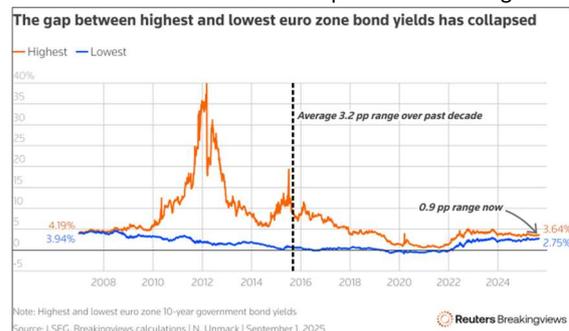
**GRAPHIQUE 2**

Les rendements souverains de long terme atteignent les sommets.



**GRAPHIQUE 3**

Les rendements souverains européens ont convergé.



Bonne semaine.

\*\*\*\*\*

<sup>6</sup> Labor day – Fête du travail