

SEMAINE 36

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-0,63%	-0,17%	0,33%	1,01%	0,44%
YTD	8,62%	8,19%	10,20%	12,57%	13,60%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	0,35%	0,22%
YTD	1,14%	2,71%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	87	95	145	54	262
Change	-2	-2	-4	-1	-3

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	1,93	-1	2,66	-6	73
US	3,51	-12	4,09	-14	58
REEL	Infl. BE	Change	10Y	Change	
DE	1,73	-5	0,75	0	
US	2,38	-4	1,70	-12	
Interban.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	1,93	1	2,00	10	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1717	62	3 586
Change	0%	-3%	4%

COMMENTAIRES

Le président TRUMP pourrait avoir outrepassé ses pouvoirs en mettant en place des tarifs réciproques. Tel est le verdict d'une Cour d'appel américaine. La Maison-Blanche réagit évidemment et demande à la Cour suprême des Etats-Unis de statuer rapidement. Il y a quelques semaines une telle annonce aurait été vécue comme un soulagement, mais aujourd'hui elle est assez mal reçue sur le marché obligataire. La mise en place des tarifs commence à être considérée comme positive, car il est attendu qu'ils permettront de compenser le coût¹ du programme fiscal² et donc de garder le déficit US sous contrôle. Pour les agences de rating S&P et Fitch ces tarifs constituent un des facteurs qui permettent de maintenir le rating des Etats-Unis à son niveau actuel. Par conséquent une annulation des tarifs par les hautes instances risquerait d'être mal reçue, car elle remettrait sur la table la question du déficit, ce qui risquerait de provoquer une hausse des rendements Treasuries.

Dans un tel contexte, les mauvaises statistiques d'emploi qui ont été publiées la semaine dernière ont entraîné une hausse généralisée des prix des Treasuries. Au mois d'août l'économie américaine n'a créé que 22.000 emplois, ce qui est très inférieur au niveau attendu. Par ailleurs la révision des chiffres de juillet, qui avaient fortement déçu, n'a pas vraiment montré d'amélioration. Pire encore les chiffres de juin font finalement état d'une perte de 13.000 emplois ; c'est la première fois que l'économie US supprime des emplois depuis la crise Covid-19 ! Il semble donc que la décision de Donald TRUMP de licencier la personne en charge de l'organisme qui calcule ces chiffres soit sans effet, la réalité demeure inchangée et atteste d'une dégradation des conditions sur le marché de l'emploi américain. Les rendements de

court terme ont particulièrement réagi, en baissant, à la quasi-certitude de voir la Fed baisser ses taux la semaine prochaine. La question est à présent de savoir si la baisse sera de -25 ou -50 bps en septembre ; d'ici fin d'année c'est une baisse cumulée de -75 bps qui est anticipée. La Fed se trouve dans une situation délicate. Elle semble considérer que la résurgence de l'inflation constitue un risque plus élevé que la dégradation du marché de l'emploi. Et pourtant elle serait sur le point de baisser les taux.

« FED PUT » INEFFICACE AU NIVEAU DE LA DETTE D'ETAT

L'évolution des rendements souverains à long terme demeure une inquiétude pour les marchés. L'orientation des taux d'emprunt à long terme influence davantage le coût de la dette de l'Etat que l'orientation des taux de la banque centrale. Une politique monétaire et budgétaire plus restrictive serait généralement la solution aux inquiétudes liées aux pressions inflationnistes et à l'augmentation de la dette publique, mais elle se révèle difficile à mettre en place dans certains pays comme la France, ou carrément absente de l'agenda politique aux Etats-Unis. Pousser la banque centrale à baisser les taux ne permettra pas de solutionner une crise sur le coût du financement des Etats. Par le passé cela a permis de contenir les crises boursières mais parvenir à stabiliser le marché de la dette d'Etat semble bien plus compliqué. Le « fed put » est une expression qui a été rendue célèbre dans les années 90' par Alan GREENSPAN, ancien président de la Fed³. Elle fait référence à un filet de sécurité théorique qui limite les pertes boursières brutales grâce à des baisses de taux d'intérêt et des injections de liquidités. Ce « Fed put » a fonctionné durant plusieurs décennies, ce qui s'est révélé positif pour

¹ USD 4 trillions sur les 10 prochaines années.

² Big Beautiful Bill

³ Entre 1987 et 2006. Il a été nommé en remplacement de Paul VOLCKER et a cédé son poste à Ben BERNANKE.

les investisseurs en actions, mais il a généré une expansion substantielle du bilan de la Fed, que l'on essaie aujourd'hui de réduire. Cette augmentation de la base monétaire a permis au gouvernement américain d'accumuler toujours plus de dettes grâce au rachat par la banque centrale d'une grande partie des obligations émises. En quelques sortes l'augmentation de la dette publique a été subsidiée par la banque centrale, aux Etats-Unis comme en Europe.

Selon Mike DOLAN, chroniqueur pour l'agence REUTERS, nous pourrions nous approcher d'une « crise » que la Fed ne pourra pas résoudre facilement. Si la Fed se lançait dans le type de campagne d'assouplissement spectaculaire actuellement réclamée par Trump, alors même que l'économie US est en croissance, que le crédit est abondant et que les conditions financières sont les plus souples depuis des années, le marché obligataire pourrait alors devoir commencer à intégrer dans ses prix une inflation bien supérieure à 2 % à long terme. Actuellement le niveau d'inflation à long terme attendu⁴ par le marché obligataire dépasse déjà 2,5%. L'incertitude générée par cette possibilité devrait faire grimper la prime de risque sur le marché obligataire américain. Etant donné que des mesures d'austérité budgétaire sont hautement improbables dans un avenir prévisible, cela signifie que les rendements des obligations à long terme pourraient en fait augmenter en cas de baisse des taux. Le « put » sur lequel les investisseurs en actions comptent tant ne fonctionne tout simplement pas pour les obligations à long terme, du moins pas dans le contexte actuel. Ce qui s'est passé en Europe au cours des derniers mois en est l'illustration. Alors que de nombreuses banques centrales européennes ont baissé leurs taux cette année, les taux d'emprunt nominaux à long terme ne cessent de grimper. Si la baisse des taux de court terme ne garantit pas la baisse des taux de long terme, le Trésor US pourrait toutefois l'exploiter en privilégiant l'émission de dette à court terme qui bénéficie le plus des baisses des taux de base en réduisant les positions sur les échéances longues qui pourraient augmenter en raison des craintes inflationnistes.

INCIDENCES SUR NOS GESTIONS

La semaine a été positive pour les deux stratégies. La stratégie actions a notamment bénéficié de la hausse du cours de l'action ALPHABET (+10% sur la semaine). 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

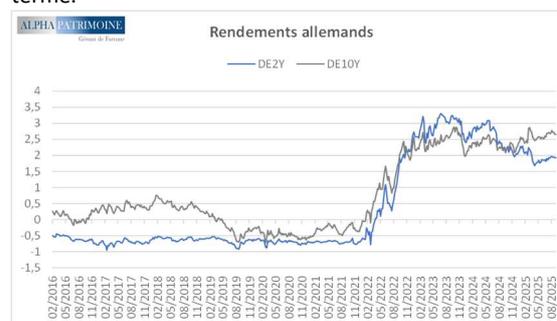
marché, notre stratégie obligataire est en mode « portage », ce qui veut dire qu'elle accumule les rendements précédemment achetés. L'objectif est de délivrer des rendements positifs réguliers. La performance YTD de la stratégie est en ligne avec celle d'un indice obligataire « overall ». Cependant, 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	0,08%	1,11%
Actions Global Quality	0,93%	6,07%

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.

GRAPHIQUE 1

Evolution divergente des rendements de court et moyen terme.



Source : LSEG

SEMAINE À VENIR

C'est la rentrée des banques centrales cette semaine. La BCE tient son comité politique monétaire jeudi, un status quo est attendu sur les taux. Le vote de confiance de l'Assemblée nationale française prévu mardi est évidemment source potentielle de volatilité. Les indices d'inflation US à la production (PPI) et à la consommation (CPI) seront publiés mercredi et jeudi. La Fed tiendra son FOMC la semaine suivante.

Bonne semaine.

⁴ Point mort d'inflation sur Treasury 30 ans