

SEMAINE 38

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	1,26%	-0,13%	1,22%	2,22%	0,99%
YTD	11,31%	9,13%	13,31%	17,20%	16,69%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	-0,12%	0,03%
YTD	0,95%	2,73%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	82	89	130	50	264
Change	-2	-1	-2	0	-1

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	2,03	1	2,75	4	72
US	3,58	2	4,14	8	56
REEL	Inf. BE	Change	10Y	Change	
DE	1,76	0	0,81	3	
US	2,39	2	1,75	5	
Interbank.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	1,93	0	1,84	-17	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1744	63	3 684
Change	0%	0%	1%

COMMENTAIRES

Mercredi la Réserve Fédérale (Fed) a annoncé une baisse de -25 bps des taux Fed funds¹. La décision de remettre en marche le cycle de baisse des taux² était totalement attendue, seule l'ampleur de la baisse constituait une inconnue. Le jour de l'annonce, le dollar US s'est apprécié sur le marché des changes³, et sur le marché de taux le rendement Treasury à 2 ans a rebondi. C'est totalement contre nature de voir une devise s'apprécier et des rendements souverains monter après qu'une banque centrale ait annoncé une baisse de taux. Nous l'interprétons comme un signe que le marché attendait davantage de la Fed, ou même qu'il craint que la Fed soit limitée dans son champ d'action. Selon le communiqué qui accompagne cette décision, les incertitudes concernant les perspectives économiques restent élevées et la croissance économique ralentit MAIS l'inflation reste élevée. Il est donc difficile d'imaginer que la Fed baissera agressivement ses taux dans le contexte d'inflation collante que nous connaissons actuellement. Le double mandat (plein emploi et stabilité des prix) poursuivi par la Fed semble conflictuel. Faut-il donc s'attendre à voir la Fed délaissier son mandat d'inflation au profit d'un focus sur le marché de l'emploi ? Pourquoi avoir baissé les taux ? Peut-on vraiment dire qu'une politique monétaire est restrictive lorsqu'elle génère une croissance du PIB supérieure à +3% ? Ce sont des questions posées par Edward YARDENI dans une tribune publiée dans le Financial Times du lendemain⁴. L'économiste y rappelle que le double mandat a été adopté en 1978⁵ par le Congrès et que ce n'est qu'en 2012 que la Fed a défini un chiffre d'inflation cible (2% sur base annuelle, mesuré sur base de l'indice PCE) alors qu'aucun chiffre cible n'a

jamais été défini pour le plein emploi. Il pense que les sources de faiblesse du marché de l'emploi sont structurelles, et qu'elles ne pourront être solutionnées par des baisses de taux. Il conclut qu'il serait plus simple que la Fed abandonne son double mandat et qu'elle revienne à un mandat de stabilité financière, tel qu'il était prévu à l'origine⁶.

L'analyse des « dot plots » montre que même les membres les plus « agressifs » du comité de politique monétaire n'envisagent pas plus de 50 bps de baisse supplémentaire cette année, peut-être 100 bps en 2026. Il en ressort donc que même les gouverneurs qui partagent l'avis de Donald TRUMP (que les taux doivent baisser) se montrent mesurés dans leurs projections. La perspective de voir Donald TRUMP prendre le « contrôle » de la politique monétaire des Etats-Unis semble éloignée, et le marché semble ne pas y croire. Au final cette baisse de taux a permis de pousser le prix des actifs risqués un peu plus haut encore. Les valeurs technologiques US ont particulièrement progressé la semaine dernière, et les primes de risque du marché obligataire sont au plus bas. A l'image du spread sur les emprunts d'Etat italiens qui ne rapportent « que » 0,81% de plus qu'un Bund sur la maturité 10 ans. Cette atmosphère globale favorable à la prise de risque a été alimentée vendredi par l'annonce d'une révision haussière du rating de l'Italie chez FITCH. L'agence salue ainsi la stabilité politique du pays, sa discipline fiscale et la mise en place de réformes qui réduisent les risques induits par un endettement public élevé. Grosso modo c'est tout le contraire de ce qui était reproché à la France

¹ @ 4,00-4,25%.

² En pause depuis décembre 2024.

³ +1,5% face à l'euro.

⁴ « It may be time to repeal the Fed's dual mandate », Financial Times Europe, 19 sept. 2025

⁵ Humphrey-Hawkins Act of 1978

⁶ Federal Reserve Act of 1913

lorsque l'agence a annoncé l'abaissement d'un cran de son rating la semaine précédente. Suite à l'action croisée de FITCH, la notation (BBB+) de l'Italie est encore inférieure de 3 crans à celle de la France (A+). Mais sur le marché obligataire la prime de risque des deux nations est d'ores et déjà identique malgré cette différence de notation.

INCIDENCES SUR NOS GESTIONS

Les semaines se suivent et se ressemblent sur le marché obligataire. Les rendements sans risque évoluent dans des bandes étroites et les primes de risque traitent sur les plus bas historiques. Les opportunités sont rares, tant sur le marché primaire que secondaire. Nous ne souhaitons pas augmenter substantiellement le risque de durée car l'orientation des taux longs est haussière, et nous ne souhaitons pas augmenter le risque de crédit car nous estimons que la rémunération de ce risque est totalement insuffisante en ce moment. En l'absence d'évolution marquée des moteurs de performance du marché, notre stratégie obligataire est en mode « portage », qui consiste à accumuler du coupon. Dans un tel environnement, l'activité transactionnelle est en baisse. La Fed a pris le risque de baisser ses taux dans un contexte d'inflation persistante, ce qui constitue un risque de voir certains foyers d'inflation se raviver. Dans une telle situation il nous semble opportun de considérer le segment des obligations indexées sur l'inflation. Actuellement, le coût de couverture contre ce risque d'inflation est inférieur au niveau d'inflation réalisée. Nous considérons qu'il s'agit d'une opportunité d'investissement. L'objectif est de délivrer des rendements positifs réguliers. La performance YTD de la stratégie est supérieure à 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.

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	0,07%	1,23%
Actions	Global Quality	1,94%	9,16%

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

Les perspectives de croissance des banques centrales restent bien orientées.

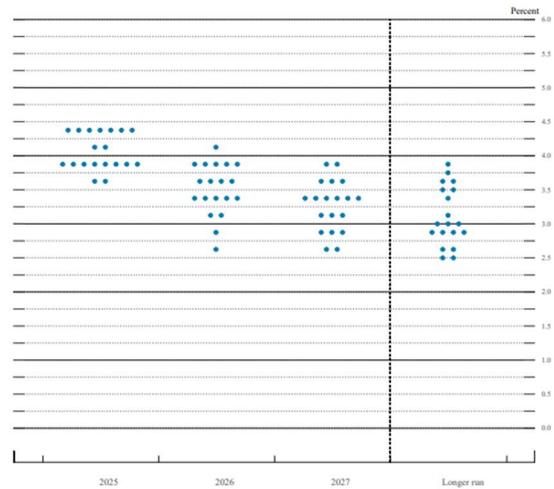
	Prévisions* pour l'année 2025			
	*septembre 2025	Croissance du PIB	Inflation	Inflation core
 EUROPEAN CENTRAL BANK EUROSYSTEM		1,20%	2,10%	2,40%
		1,60%	3,00%	3,10%

Source : LSEG

⁷ Personal Consumption Expenditures - PCE

GRAPHIQUE 2

Dot plots. Chaque point représente l'avis d'un membre du FOMC sur le niveau attendu des Fed funds.



Source : www.federalreserve.org

GRAPHIQUE 3

Depuis le début d'année la chute du dollar US sur le marché des changes reste substantielle.



SEMAINE À VENIR

Deux indicateurs d'importance seront publiés cette semaine. Mardi nous serons attentifs à la publication des indices PMI. Ces indicateurs avancés montreront si les perspectives de croissance se dégradent aux Etats-Unis. Vendredi c'est la mesure d'inflation préférée de la Fed⁷ qui sera publiée. Ce que le marché n'apprécierait pas, ce serait une combinaison PMI en baisse et PCE en hausse.

Bonne semaine.
