

SEMAINE 13

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-1,37%	-0,31%	-2,12%	-3,20%	-1,49%
YTD	-5,07%	-2,90%	-6,96%	-8,38%	-5,63%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	-0,65%	-0,45%
YTD	-1,28%	-1,34%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	95	96	120	75	367
Change	8	4	0	5	25

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	2,67	10	3,09	8	42
US	3,89	4	4,39	5	50
REEL	Infl. BE	Change	10Y	Change	
DE	2,27	4	0,82	-8	
US	2,32	-2	2,07	-10	
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	1,99	4	2,13	2	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1502	101	4 527
Change	-1%	15%	2%

COMMENTAIRE

Quatrième semaine consécutive de baisse pour les indices obligataires européens, cinquième pour les actions américaines. L'indice Nasdaq-100 est entré en « phase de repli¹ » avec -12% de baisse depuis le plus haut du 28 janvier. Les rendements souverains crèvent les plafonds : ils ont atteint les plus hauts depuis 2009 en France, 1999 au Japon et 1998 au Royaume-Uni ! Les craintes d'inflation font monter les rendements sur toute la courbe, les rendements de long terme montent davantage dans les pays qui affichent les niveaux de dette publique les plus élevés. Ces pays fortement endettés sont les plus exposés aux tensions dans un contexte où des taux d'intérêt élevés sur une longue période feraient grimper les coûts liés au service de la dette. Jeudi la Grande-Bretagne a émis un nouvel emprunt de référence à 30 ans, contraint de l'assortir du plus haut niveau de coupon payé sur une émission de ce type depuis 1998 : 5,375% sur une maturité 2056.

Si on prend en compte la tension toujours bien présente sur les prix de l'énergie, vous conclurez que rien n'a changé. Et pourtant il se pourrait que les choses commencent à bouger. Dans le tableau vous remarquerez par exemple que le prix de l'or se stabilise. Et nous vous invitons à faire le lien avec l'évolution des taux réels. Ils ont terminé la semaine en baisse alors que jusqu'à présent ils ont accompagné les rendements nominaux à la hausse. Voici une explication possible à la stabilisation du prix de l'or. La théorie veut que le cours de l'or est négativement corrélé à l'évolution des rendements réels : quand ils montent le prix de l'or baisse, et inversement. Il est possible que la chute du prix de l'or s'explique par la tourmente qui a bouleversé les marchés depuis le début

de la guerre en Iran, certains investisseurs étant contraints de vendre les actifs en gain pour couvrir leurs pertes ailleurs. Et puisqu'il n'est pas toujours possible de vendre, les investisseurs qui ont besoin de cash n'ont d'autre choix que de se tourner vers les actifs les plus liquides comme l'or. Le même phénomène s'observe dans le « private credit ». Confrontés à une augmentation des demandes de remboursement certains fonds décident de geler les rachats, ce qui déplace les demandes de remboursements vers d'autres fonds toujours ouverts. Aux États-Unis, de grands groupes de capital-investissement, parmi lesquels Ares, Apollo Global Management et HPS Investment Partners (filiale de BlackRock), ont restreint ces dernières semaines les retraits des fonds de crédit privés. La semaine dernière, UBS a suspendu les entrées/sorties d'un fonds immobilier² pour une durée pouvant aller jusqu'à trois ans.

Mais revenons à l'évolution des rendements réels. Ils correspondent au rendement payé par une obligation d'Etat indexée sur l'inflation. En USD le rendement d'un Treasury 10 ans affiche 4,39% et celui de la version indexée à l'inflation 2,07%. En Allemagne, les rendements sont de 3,08% et 0,68% respectivement. Une manière simple d'estimer le niveau d'inflation attendue par le marché est de calculer le différentiel entre le rendement des deux papiers. Ce calcul simpliste donne 2,32% d'inflation attendue en moyenne sur les 10 prochaines années aux États-Unis et 2,40% en Allemagne. Acheter un emprunt d'Etat indexé sur l'inflation offre un double avantage : la sécurité d'un actif refuge tout en préservant des effets négatifs de l'inflation grâce à l'indexation. La

¹ « Bear Market »

² EuroInvest Real Estate Fund

semaine dernière, les rendements des emprunts d'Etat non indexés sur l'inflation ont poursuivi leur ascension alors que ceux des versions indexées à l'inflation ont baissé.

→ *Traduction : les investisseurs recommencent à acheter des emprunts d'Etat mais dans une version protégée contre l'inflation.*

Ceci est assez logique dans le contexte actuel. Le conflit en Iran s'enlise, les infrastructures de productions d'énergie sont touchées, et l'approvisionnement risque d'être perturbé pour une longue période. De plus en plus d'analystes pensent que tout ceci aura des répercussions durables sur les mesures d'inflation. Les banques centrales partagent le même avis et se disent pour la plupart prête à faire MONTER les taux pour combattre l'inflation. Christine Lagarde a déclaré que la BCE était prête à relever ses taux d'intérêt dès le mois prochain si le choc inflationniste provoqué par la guerre en Iran venait à dégénérer. Le marché anticipe déjà totalement une nouvelle phase de hausse de taux. Le graphique 2 illustre que le rendement d'un emprunt d'Etat allemand à 2 ans est supérieur de 0,54% au taux de refinancement principal de la BCE. Il est attendu que la BCE augmente ses taux directeurs dès le mois d'avril, puis qu'elle les augmente encore à 2 reprises durant l'année 2026.

Inflation et croissance économique sont les deux grands agrégats qui orientent les politiques monétaires. Le problème, dans la situation actuelle, est qu'une hausse de taux risque de s'accompagner d'un ralentissement de la croissance. Beaucoup de monde s'accorde sur ce point. Selon l'OCDE « L'ampleur et la durée du conflit sont très incertaines, mais une période prolongée de hausse des prix de l'énergie alourdira considérablement les coûts des entreprises et fera grimper l'inflation des prix à la consommation, avec des conséquences négatives sur la croissance ». L'intensification de la pression sur les consommateurs pèsera sur la croissance qui devrait ralentir ; et provoquera une hausse de l'inflation globale (4% attendus en 2026 pour les pays du G20).

INCIDENCES SUR NOS GESTIONS

Au début de la guerre en Iran l'attention du marché se portait sur l'inflation, mais aujourd'hui le préfixe STAG entre en scène... de sorte que c'est bien le scénario d'une STAGFLATION et non plus seulement d'une inflation qui alimente les craintes. L'histoire nous montre que dans une pareille configuration les emprunts d'Etat indexés à l'inflation constituent un rempart pour préserver la valeur d'un capital. Nous sommes investis en obligations indexées à l'inflation depuis longtemps, soit en lignes directes soit en fonds, en format « duration courte ».

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	-0,53%	-0,83%
Actions	Global Quality	-1,42%	-7,66%

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

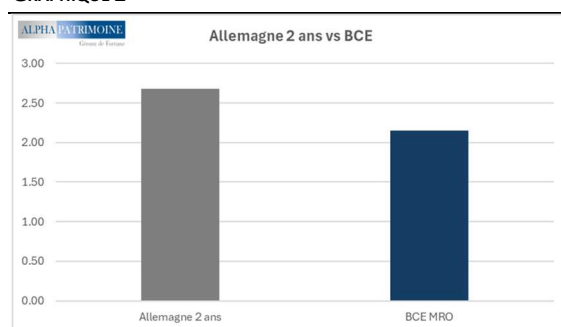
Source : EFA.

GRAPHIQUE 1

	Prévisions* pour l'année 2026		
	Croissance du PIB	Inflation	Inflation core
*mars 2026			
EUROPEAN CENTRAL BANK EUROSISTEM	0,90%	2,60%	2,30%
FEDERAL RESERVE	2,40%	2,70%	2,70%

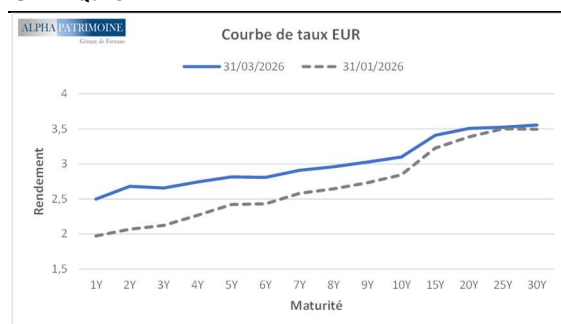
Source : ECB & Federal Reserve

GRAPHIQUE 2



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 3



Source : LSEG Workspace

SEMAINE À VENIR

Ce mardi nous disposerons des premières estimations des indices d'inflation de la zone euro. Il est attendu que la hausse des prix de l'énergie amène la version pleine à un niveau proche de +3% sur base annuelle, mais que la version « core » reste proche des 2%.

Mercredi les indices d'activités PMI montreront à quel point le conflit en Iran impacte les perspectives des chefs d'entreprises.

Et vendredi nous disposerons des chiffres de l'emploi US du mois de mars. Il sera intéressant de voir si les pertes d'emploi du mois précédent ont été compensées. Les marchés seront cependant fermés vendredi à l'occasion du vendredi saint.

Bonne semaine.
