

SEMAINE 27

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-1,52%	-0,62%	-1,95%	-4,24%	-1,72%
YTD	7,32%	7,28%	7,43%	15,32%	7,09%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	0,50%	0,38%
YTD	1,36%	1,37%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	74	80	99	52	247
Change	3	2	0	0	0

COMMENTAIRE

Nous avons le sentiment que les marchés financiers sont en train de s'adapter à un nouvel environnement d'investissement. Depuis l'intervention de Kevin Warsch à l'issue du FOMC du 17 juin, un premier changement notable est apparu : la remontée des rendements souverains de long terme semble avoir marqué une pause. Le rendement du Treasury américain à 10 ans demeure inférieur au seuil psychologique de 4,50 %, tandis que celui du Bund allemand est repassé sous les 3 %. Cette stabilisation permet aux indices obligataires de consolider leur performance positive, ce dont bénéficie naturellement notre stratégie obligataire.

Cette détente des taux souverains reflète probablement le repli des anticipations d'inflation. Mesuré par le point mort d'inflation à dix ans, le niveau d'inflation anticipé est orienté à la baisse depuis le début du mois de mai. En zone euro, il est même revenu sous les 2 %, une évolution qui conforte la Banque centrale européenne dans son objectif de stabilité des prix. Kevin Warsch a par ailleurs réaffirmé sans ambiguïté son engagement à préserver cette stabilité, un message qui semble avoir été favorablement accueilli par les marchés obligataires. Dans le même temps, le prix du pétrole a enregistré une troisième semaine consécutive de baisse, contribuant également à l'apaisement des craintes inflationnistes. S'agissant de l'inflation réalisée, les investisseurs ont accueilli favorablement la publication de l'indice des dépenses de consommation personnelle (PCE), la mesure privilégiée par la Réserve fédérale. En mai, celui-ci est ressorti stable, avec une progression annuelle de 3,4 %, conformément aux attentes.

En parallèle, l'économie américaine continue d'afficher une remarquable résilience. La croissance du PIB du premier trimestre a été révisée à la hausse (+2,1 %) et les indices PMI ont dépassé les attentes. À ce stade, aucun signe tangible de récession ne se dessine. Dans ce contexte, avec une inflation toujours supérieure à l'objectif de 2 %, il est cohérent que le marché anticipe un nouveau relèvement des Fed Funds au cours du second semestre.

C'est précisément ce nouvel environnement auquel les investisseurs doivent désormais s'adapter : une économie

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	2,53	-7	2,86	-10	33
US	4,10	-12	4,38	-13	28
REEL			10Y	Change	Infl. BE
DE			0,84	-13	1,84
US			2,17	-4	2,20
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	2,20	-4	2,29	-4	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1396	70	4 047
Change	0%	-6%	-3%

américaine suffisamment robuste pour contraindre sa banque centrale à maintenir une politique monétaire restrictive, voire à la durcir. Dans un tel contexte, une remontée des taux est traditionnellement moins favorable aux actifs risqués. Il n'est donc pas surprenant que les grandes valeurs technologiques américaines aient effacé une partie des gains enregistrés ces dernières semaines. Sur le marché du crédit également, les spreads commencent à montrer les premiers signes d'un possible retournement.

Le marché primaire du crédit demeure toutefois particulièrement dynamique, avec des volumes d'émission proches de niveaux records. Les grandes entreprises technologiques américaines semblent accélérer leurs levées de dette afin de profiter de primes de risque qui restent historiquement faibles. À peine introduite en bourse, SpaceX a ainsi émis 25 milliards de dollars d'obligations, quelques jours après une opération de taille comparable réalisée par Nvidia. Selon Bloomberg, les émissions Investment Grade aux États-Unis atteignent déjà 180 milliards de dollars depuis le début de l'année. Ce montant est remarquable : en moins de six mois, il dépasse le volume total émis sur l'ensemble de l'année 2020, période durant laquelle les entreprises avaient massivement profité des conditions de financement exceptionnellement favorables (taux « zero ») mises en place par les banques centrales à la suite de la crise de Covid-19.

MARCHÉ D' ACTIONS

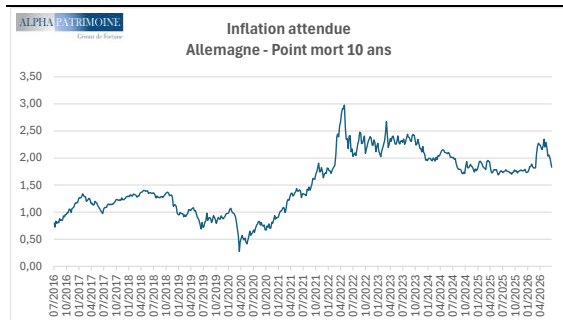
La semaine a été dominée par les résultats de Micron, publiés mercredi soir. Le fabricant de mémoires a annoncé un bénéfice trimestriel multiplié par quinze et des marges dépassant 80 %, soutenus par la pénurie de mémoire induite par l'accélération des investissements dans les centres de données dédiés à l'intelligence artificielle. Le titre a bondi de 15,7 % jeudi, portant brièvement sa capitalisation au-dessus de celle de Meta. Ce mouvement a entraîné l'ensemble du secteur : SK Hynix a progressé de 13 %, tout en annonçant son intention de lever 29 milliards de dollars via une cotation aux États-Unis, tandis que Samsung et SanDisk ont respectivement gagné 5 % et 22 %.

Cette pénurie constitue toutefois un défi croissant pour les fabricants d'équipements électroniques. Apple en a apporté l'illustration jeudi en relevant d'environ 20 % les prix de ses gammes MacBook et iPad, l'une des hausses tarifaires les plus importantes de son histoire, explicitement attribuée au coût « sans précédent » de la mémoire. La réaction du marché a été immédiate : le titre a reculé de 6,1 %, effaçant 263 milliards de dollars de capitalisation, soit sa deuxième plus forte baisse journalière jamais enregistrée (voir graphique n°3). Un même déséquilibre profite ainsi aux producteurs de mémoire tout en pénalisant leurs principaux clients. Selon JP Morgan, la mémoire pourrait représenter plus de 45 % du coût des composants d'un iPhone d'ici 2027, contre 10 à 15 % aujourd'hui. Apple continue néanmoins de préserver le prix de l'iPhone, qui génère encore près de la moitié de son chiffre d'affaires.

L'enthousiasme autour des valeurs de la mémoire s'est toutefois essoufflé dès vendredi. Un regain d'aversion au risque sur les valeurs technologiques, alimenté par des informations faisant état d'un possible report de l'introduction en bourse d'OpenAI, a entraîné des prises de bénéfices sur l'ensemble du secteur. Micron a ainsi abandonné une partie de ses gains et le S&P 500 a terminé la semaine en recul de près de 2 %.

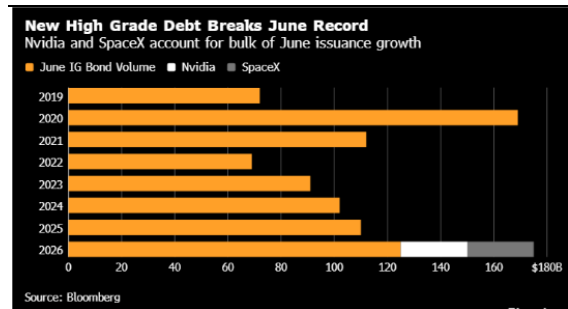
À l'inverse, les marchés européens, moins exposés aux grandes valeurs technologiques, ont un peu mieux résisté. Les indices Stoxx 600 et CAC 40 sont restés stables, mettant temporairement un terme à la surperformance américaine observée depuis le début de l'année. Dans ce contexte, nous avons renforcé l'exposition de notre stratégie actions au secteur de la santé, notamment à travers Johnson & Johnson, Abbott, Gilead et Merck. Longtemps délaissé, ce secteur retrouve selon nous son rôle de valeur défensive et d'amortisseur au sein des portefeuilles, dans un environnement où la concentration des performances sur quelques valeurs technologiques accroît la vulnérabilité des marchés.

GRAPHIQUE 1



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 2



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 3



Sources : @PeterWells, Bloomberg

Infographie : Financial Times

PERFORMANCES DE NOS STRATÉGIES

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	0,31%	0,91%
Actions	Global Quality	-1,42%	2,59%
Actions	Kaminiora Dynamic	0,11%	2,46%

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

SEMAINE À VENIR

Après les bons chiffres d'activité publiés la semaine dernière, les marchés tourneront cette semaine leur attention sur les chiffres de l'emploi US. Les statistiques de création d'emplois et de chômage seront publiés jeudi, après quoi les marchés américains resteront fermés vendredi à l'occasion de la fête nationale. Les discussions relatives à l'accord de paix en Iran et la réouverture du Détroit d'Ormuz resteront évidemment suivies.

Bonne semaine.
