

SEMAINE 28

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	3,07%	2,78%	1,71%	-0,38%	2,07%
YTD	10,90%	10,40%	9,32%	16,16%	9,30%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	-0,35%	-0,10%
YTD	0,98%	1,23%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	77	78	96	50	240
Change	4	-2	-3	-1	-7

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	2,52	-2	2,92	7	40
US	4,11	1	4,46	9	35
REEL			10Y	Change	Infl. BE
DE			0,82	7	1,91
US			2,21	1	2,23
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	2,24	1	2,32	3	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1417	68	4 149
Change	0%	-1%	3%

COMMENTAIRE

La principale bonne nouvelle de la semaine dernière est venue du marché de l'emploi américain, avec des créations d'emplois inférieures aux attentes. Selon l'agence ADP, 98 000 emplois ont été créés en juin, tandis que les statistiques du BLS font état de 57 000 créations. Les méthodologies des deux organismes étant différentes, leurs estimations divergent régulièrement. L'élément important est que, dans les deux cas, les chiffres sont ressortis en deçà des anticipations du marché. Par ailleurs, le chiffre des « Nonfarm Payrolls » du mois précédent a été révisé à la baisse.

Les marchés ont accueilli favorablement ces statistiques, car elles réduisent quelque peu la pression pesant sur la Réserve fédérale américaine (Fed) pour relever à nouveau ses taux directeurs. La flambée des prix de l'énergie provoquée par le conflit avec l'Iran alimente certes des tensions inflationnistes, mais celles-ci sont encore considérées comme potentiellement temporaires. En revanche, si ces pressions sur les prix persistent dans un contexte de marché du travail toujours très solide — avec un taux de chômage de 4,2 % et une progression annuelle des salaires de 3,5 % aux États-Unis — le risque serait de voir l'inflation s'installer plus durablement. Un tel scénario pourrait contraindre la Fed à engager un nouveau cycle de resserrement monétaire, ce qui constituerait un facteur défavorable pour la valorisation de l'ensemble des classes d'actifs.

Le nouveau président de la Fed, Kevin Warsch, est probablement revenu relativement rassuré du forum annuel de la Banque centrale européenne, organisé à Sintra, au Portugal. Créé en 2014, ce rendez-vous est devenu l'un des principaux forums consacrés à la politique monétaire mondiale. Souvent comparé au symposium de Jackson Hole aux États-Unis, il réunit chaque année les principaux banquiers centraux afin d'échanger sur les perspectives économiques et, parfois, de livrer des indications sur l'orientation future de leur politique monétaire.

À Sintra, Kevin Warsch a réaffirmé que la stabilité des prix demeurerait la priorité de la Fed, un message de nature à rassurer les investisseurs. Souhaitant mettre fin à la pratique du « forward guidance », il s'est en revanche abstenu de tout commentaire sur les décisions qui pourraient être prises lors de la prochaine

réunion du FOMC. L'abandon du « forward guidance » signifie que la banque centrale ne cherchera plus à orienter les anticipations des marchés en communiquant à l'avance sur la trajectoire probable de sa politique monétaire.

De son côté, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, s'est montrée légèrement plus explicite. Elle a indiqué qu'un éventuel nouveau cycle de hausse des taux n'aurait probablement pas l'ampleur de celui observé en 2022, estimant que le contexte inflationniste est aujourd'hui sensiblement différent. Ce message a également été perçu positivement par les marchés.

Pour mémoire, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunira les 22 et 23 juillet, avant la réunion du FOMC des 28 et 29 juillet. Un mois plus tard se tiendra le traditionnel symposium de Jackson Hole, qui pourrait constituer un nouveau temps fort pour les marchés.

Sur le marché obligataire, les rendements souverains à long terme se sont légèrement tendus en fin de semaine, entraînant une performance hebdomadaire modestement négative pour les obligations. La hausse des rendements n'enlève rien à la dynamique du marché primaire. Le graphique 2 vous montre que les volumes d'emprunt du premier semestre ont d'ores et déjà dépassé le total émis sur l'ensemble de l'année 2020 qui était pourtant une année record.

MARCHÉ D' ACTIONS

Le premier semestre s'est achevé sur des performances solides des principaux indices américains. Sur la période, le S&P 500 progresse de 10%, le Nasdaq-100 de 16%, tandis que le Russell 2000 affiche une hausse remarquable de 23%. Ces performances masquent toutefois une recomposition profonde du leadership boursier.

Les « Magnificent Seven » ont ainsi perdu plus de 2 200 milliards de dollars de capitalisation au cours du seul mois de juin, leur plus mauvaise performance mensuelle depuis plus d'un an. À l'inverse, l'indice Philadelphia Semiconductor a presque doublé sur le semestre, enregistrant sa meilleure performance depuis la bulle Internet de 1999 (graphique 3). Cette divergence reflète un

changement de perception des investisseurs : les « hyperscalers » voient leur capacité à rentabiliser les centaines de milliards de dollars investis dans l'intelligence artificielle de plus en plus questionnée, tandis que les fabricants de semi-conducteurs apparaissent comme les premiers bénéficiaires de ces dépenses.

La semaine écoulée a toutefois marqué une nouvelle étape dans cette rotation. À l'ouverture du second semestre, les prises de bénéfices se sont étendues au secteur des semi-conducteurs. L'indice Philadelphia Semiconductor a ainsi reculé de 6,3 % mercredi puis de 5,4 % jeudi. Micron a perdu plus de 10 % sur la seule séance de mercredi, tout en conservant cependant une progression supérieure à 240 % depuis le début de l'année.

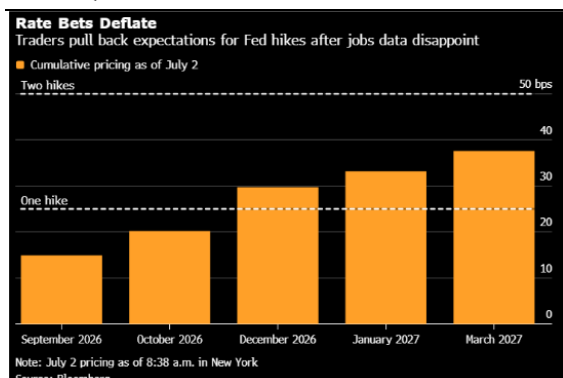
Les flux se sont alors redirigés vers des secteurs plus défensifs et des valeurs de grande qualité. Le Dow Jones a inscrit un nouveau record jeudi, soutenu notamment par Apple, Visa et Walmart, après la publication d'un rapport sur l'emploi plus faible qu'attendu, qui a renforcé les anticipations d'un assouplissement monétaire en éloignant la perspective d'un nouveau relèvement des taux. Malgré cette rotation sectorielle, les trois principaux indices ont terminé la semaine en territoire positif.

Cet élargissement de la participation à la hausse, au-delà des seules valeurs liées à l'intelligence artificielle, conforte le renforcement de notre exposition au secteur de la santé, opéré la semaine précédente. Il traduit également une interrogation plus large sur la soutenabilité de la dynamique actuelle.

Les analystes anticipent désormais une progression de 25 % des bénéfices du S&P 500 au cours des douze prochains mois, soit le rythme de révision le plus rapide depuis le rebond post-pandémie. Pour certains observateurs, cette accélération alimente le risque d'une « bulle des anticipations » centrée sur l'intelligence artificielle, où les attentes de rentabilité pourraient finir par dépasser les capacités réelles de création de valeur. L'annonce de Meta concernant la commercialisation d'une partie de sa capacité de calcul excédentaire illustre les interrogations croissantes sur le dimensionnement des investissements réalisés dans l'IA.

Dans ce contexte, les valorisations demeurent exigeantes. Si la dynamique bénéficiaire continue de soutenir les marchés, le principal risque susceptible d'interrompre le mouvement haussier reste une remontée des taux d'intérêt, qui exercerait une pression à la fois sur les multiples de valorisation et sur les actifs de croissance.

GRAPHIQUE 1



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 2



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 3



Source : Bloomberg

PERFORMANCES DE NOS STRATÉGIES

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	-0,03%	0,88%
Actions	Global Quality	1,95%	4,59%
Actions	Kaminiora Dynamic	2,12%	4,59%

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

Cette semaine l'attention devrait logiquement se tourner vers le début de la saison de publication des résultats du second trimestre. PepsiCo, Delta Airlines et Levi Strauss donneront le coup d'envoi, mais les choses sérieuses démarreront la semaine prochaine avec les grands groupes bancaires américains. Les indices boursiers ayant beaucoup progressé, le marché cherchera à obtenir que les valorisations boursières actuelles demeurent justifiées par des perspectives bénéficiaires toujours positives.

Bonne semaine.
