

SEMAINE 37

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-0,32%	-0,05%	0,09%	0,38%	0,38%
YTD	10,50%	9,90%	12,75%	17,01%	12,56%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	-0,08%	-0,10%
YTD	-0,74%	0,03%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	82	80	97	51	249
Change	-1	2	-1	0	1

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	2,99	5	3,37	5	38
US	4,37	2	4,78	3	42
REEL			10Y	Change	Infl. BE
DE			0,96	3	2,19
US			2,43	3	2,35
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	2,23	-2	2,68	11	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1626	92	4 406
Change	0%	8%	-1%

COMMENTAIRE

Les rendements souverains restent orientés à la hausse. Le mouvement est global et, surtout, ne semble pas montrer de signe d'essoufflement. La semaine dernière, plusieurs références de long terme ont une nouvelle fois atteint de nouveaux sommets.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette dynamique : le manque de discipline budgétaire des États, la persistance du risque inflationniste, la dédollarisation, une liquidité parfois insuffisante, mais aussi — et c'est sans doute le facteur le plus rassurant — la robustesse de l'économie. Pour certains analystes, cette dernière permet d'ailleurs d'expliquer la bonne tenue des marchés actions. Il est vrai qu'en théorie, une remontée des rendements obligataires exerce une pression négative sur la valorisation des actions, en particulier lorsque les niveaux de taux réels augmentent. Mais les grands indices boursiers affichent toujours des progressions à deux chiffres depuis le début d'année.

L'enlèvement du conflit avec l'Iran contribue par ailleurs à maintenir les prix de l'énergie à des niveaux élevés, entretenant ainsi les risques inflationnistes. Fort heureusement, les mesures d'inflation anticipée restent proches de l'objectif de 2 % par an poursuivi par les banques centrales. Il serait donc difficile d'attribuer la hausse généralisée des rendements souverains au seul risque inflationniste. Il s'agit vraisemblablement de la combinaison de plusieurs facteurs.

C'est surtout la volatilité qui accompagne ce mouvement qui commence à nous préoccuper. Au Royaume-Uni, par exemple, le rendement du Gilt à 10 ans s'est envolé de 16 points de base au cours de la seule séance de mardi. Une variation aussi importante en une journée illustre la nervosité croissante qui gagne le marché obligataire. Dans ce contexte, les indices obligataires continuent de souffrir. Les marchés actions, de leur côté, peinent à inscrire de nouveaux sommets, tandis que certains segments du marché du crédit commencent à voir leurs spreads s'écarter. Pour l'heure, ces tensions restent contenues, mais leur persistance mérite d'être surveillée attentivement.

L'EMPLOI US N'EST PLUS UN SUJET

La bonne santé de l'économie américaine contribue à la remontée des rendements obligataires. C'est ce qui s'est produit vendredi, après l'annonce par le Bureau of Labor Statistics de la création de 162 000 emplois le mois dernier. Un chiffre nettement supérieur aux 55 000 créations attendues, auquel s'ajoute une révision à la hausse des données du mois précédent.

Ces chiffres renforcent l'idée que la Fed pourrait relever ses taux. Les rendements obligataires réagissent en conséquence. Le Treasury à 2 ans a ainsi dépassé 4,40 % la semaine dernière, alors que la fourchette des Fed funds reste fixée à 3,50-3,75 %. Le marché attribue désormais une probabilité de 62 % à une hausse des taux lors de la réunion du FOMC du 16 septembre. Lors de sa récente intervention à Jackson Hole, Kevin Warsh indiquait que la Fed considérait le marché de l'emploi comme robuste. Les chiffres publiés vendredi semblent lui donner raison. Dans ce contexte, la priorité de la banque centrale peut davantage se porter sur la stabilité des prix et la maîtrise des pressions inflationnistes. Une économie qui reste dynamique et continue de créer des emplois est, par ailleurs, mieux à même d'absorber des taux d'intérêt plus élevés. C'est précisément la lecture que semble faire aujourd'hui le marché obligataire.

Mais cette analyse n'est pas partagée par Donald Trump, qui considère au contraire que la vigueur de l'économie américaine devrait être « récompensée » par une baisse des taux. Des prises de position qui ne facilitent évidemment pas la lecture des futures décisions de politique monétaire. La Fed, de son côté, a choisi de réduire la visibilité des marchés en supprimant sa « forward guidance ». Les opérateurs doivent donc désormais davantage se forger leur propre opinion sur la trajectoire future des taux. Une incertitude qui pourrait continuer à alimenter la volatilité des marchés obligataires. Nous aurons un premier élément de réponse mercredi prochain avec la décision de la Fed sur les taux américains, puis jeudi avec celle concernant les taux européens.

LA SITUATION DE 2026 N'EST PAS CELLE DE 2022

À force de lire que les rendements souverains ne cessent de monter, vous pourriez penser que les performances des indices obligataires sont catastrophiques. Rassurez-vous : il n'en est rien.

Certes, les performances restent modestes depuis le début de l'année (-0,74 % pour l'indice Aggregate EUR et -0,40 % pour l'Aggregate USD), mais elles sont sans commune mesure avec le véritable krach obligataire de 2022, lorsque le marché européen avait perdu 17 %.

Cette meilleure résistance s'explique principalement par deux facteurs.

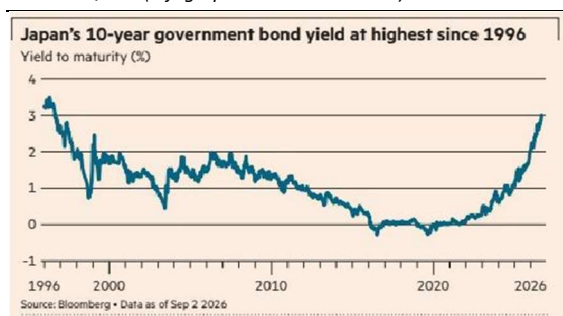
Premièrement, la remontée des rendements est aujourd'hui beaucoup moins brutale. En huit mois, le rendement d'un emprunt d'État allemand à 5 ans a progressé de 62 points de base. Sur une période comparable en 2022, la hausse avait été trois fois plus importante, atteignant 184 points de base cumulés.

Deuxièmement, le couple rendement/risque s'est considérablement amélioré depuis 2022, comme l'illustre le graphique 2. Fin 2021, le rendement moyen du marché obligataire européen n'était que de 0,52 %, alors que sa sensibilité au risque de taux atteignait 5,17 %. Autrement dit, pour chaque hausse de 1 % des rendements, le risque de perte lié à la duration était alors près de dix fois supérieur au rendement courant.

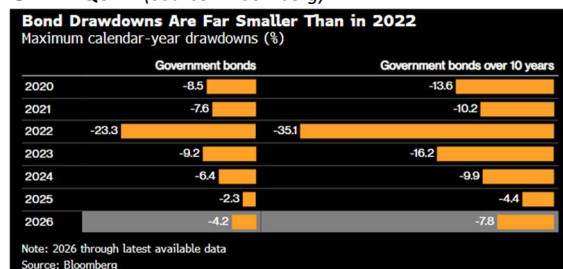
On comprend mieux, dès lors, pourquoi la remontée cumulée de près de 3 % du rendement à 5 ans en 2022 s'était traduite par une baisse de 17 % de l'indice obligataire. Depuis, le rendement moyen du marché n'a cessé de progresser, tandis que la sensibilité au risque de taux s'est progressivement réduite. Le point de départ est donc aujourd'hui beaucoup plus favorable : les portefeuilles obligataires disposent d'un rendement plus élevé pour absorber une éventuelle nouvelle remontée des taux.

En résumé, une hausse des rendements ne signifie plus nécessairement un choc de même ampleur qu'en 2022 pour les portefeuilles obligataires. Le niveau de rendement actuel constitue désormais un véritable coussin de protection et permet au marché de beaucoup mieux résister aux phases de tension sur les taux.

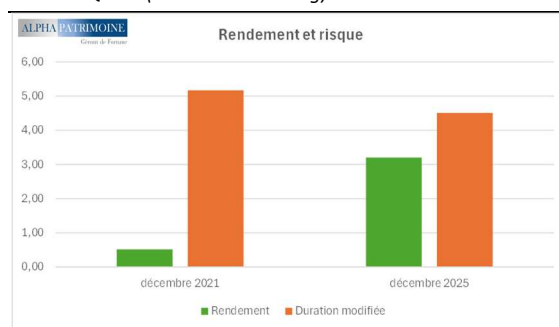
GRAPHIQUE 1 (Infographie : Financial Times)



GRAPHIQUE 2 (Source : Bloomberg)



GRAPHIQUE 3 (Source : Bloomberg)



MARCHÉ D' ACTIONS

Les marchés d'actions ont fait du sur-place, dans un environnement marqué par la remontée des rendements obligataires, la hausse des cours du pétrole et les interrogations sur l'orientation future des politiques monétaires. Cette progression masque toutefois une semaine plutôt volatile. Les marchés ont d'abord subi la remontée des rendements obligataires et des cours du pétrole, avant de rebondir jeudi après des propos jugés plus accommodants du gouverneur de la Réserve fédérale Christopher Waller. Le principal enseignement de la semaine réside dans le retour du risque de taux.

La hausse des prix de l'énergie, combinée à des données américaines d'emploi plus solides qu'attendu, complique en effet le scénario d'un assouplissement monétaire rapide. Les investisseurs devront donc surveiller attentivement les prochaines statistiques d'inflation américaines ainsi que les prochaines décisions de la Fed et de la BCE.

PERFORMANCES DE NOS STRATÉGIES

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	-0,16%	0,29%
Actions	Global Quality	-0,20%	8,02%
Actions	Kaminiora Dynamic	-0,01%	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 : Bloomberg.

SEMAINE À VENIR

Cette semaine, les gouverneurs de la BCE font leur rentrée. La Banque centrale européenne se réunit jeudi et les marchés anticipent une nouvelle hausse de ses taux directeurs.

Aux États-Unis, l'attention se portera sur les chiffres d'inflation. Le PPI, qui mesure l'évolution des prix à la production, sera publié jeudi, avant le CPI, l'indice des prix à la consommation, attendu vendredi. Ces deux indicateurs seront particulièrement scrutés à quelques jours de la réunion de la Fed, prévue mardi et mercredi prochains.

Bonne semaine.
