

SEMAINE 38

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	0,41%	0,48%	-0,08%	0,94%	-0,47%
YTD	8,54%	7,91%	11,76%	17,40%	10,92%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	-0,05%	0,07%
YTD	-2,06%	-1,08%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	88	84	101	59	290
Change	1	2	-2	5	28

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	3,24	-3	3,47	-5	23
US	4,73	27	4,97	-2	24
REEL			10Y	Change	Infl. BE
DE			1,11	-4	2,22
US			2,64	-6	2,32
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	2,48	24	2,62	-3	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1475	98	4 348
Change	-1%	-3%	1%

COMMENTAIRE

Les semaines se suivent et se ressemblent. Le conflit en Iran s'enlise et les prix de l'énergie restent proches de leurs plus hauts niveaux de l'année. Cette situation entretient une forte volatilité sur les marchés obligataires, tandis que les rendements souverains poursuivent leur progression. La remontée des prix de l'énergie ravive également les craintes inflationnistes et complique la tâche des banques centrales. Les investisseurs redoutent qu'un choc énergétique prolongé ne fasse repartir l'inflation et ne les contraigne à relever davantage leurs taux directeurs. Sur le marché des changes, le dollar américain s'est apprécié ces derniers jours, ce qui contribue positivement à la performance des portefeuilles que nous gérons. Les marchés actions restent, quant à eux, relativement calmes. Ils semblent jusqu'à présent peu réagir aux épisodes de hausse du pétrole, mais bénéficient immédiatement du moindre signe de détente sur le front géopolitique.

REPRISE DU RESSERREMENT MONÉTAIRE

L'inflation reste une menace et sa maîtrise demeure la priorité des banques centrales. Ces derniers jours, trois des principales banques centrales mondiales ont envoyé un message clair en relevant chacune leurs taux directeurs de 25 points de base. Le 10 septembre la BCE a remonté ses trois taux directeurs¹. Elle a été suivie par la Fed² mercredi dernier puis par la BoJ vendredi. La décision de la Fed était sans doute la plus scrutée. Une incertitude persistait en effet quant à l'influence que pourrait exercer l'administration Trump sur la conduite de la politique monétaire américaine. Les investisseurs craignaient notamment que la banque centrale ne cède aux pressions politiques et renonce à relever ses taux malgré une inflation toujours supérieure à son objectif. La décision de mercredi a donc été accueillie avec soulagement. Comme annoncé par son nouveau président Kevin Warsch, la communication de la Fed est désormais particulièrement concise. Son communiqué³ tient en trois paragraphes : décision de politique monétaire, état des lieux de l'économie américaine et, surtout, réaffirmation de son engagement en faveur de la stabilité des prix.

« L'inflation reste élevée. Les mesures prises aujourd'hui permettront de revenir plus rapidement à l'objectif de 2 % fixé par le Comité. Le Comité garantira la stabilité des prix ». Simple et efficace ... Cette dernière phrase nous paraît particulièrement importante. En réaffirmant clairement sa volonté de ramener l'inflation vers son objectif de 2 %, la Fed rappelle qu'elle entend poursuivre le resserrement monétaire si nécessaire, indépendamment des pressions politiques. Ce message contribue, pour le moment, à calmer la hausse des rendements à long terme. Le Treasury américain à 10 ans est ainsi repassé sous le seuil de 5 %, un mouvement qui constitue un répit pour le marché obligataire américain.

MONTER LES TAUX FAIT DONC BAISSER LES RENDEMENTS ...

La réaction du marché au lendemain de la décision de la Fed illustre un phénomène souvent contre-intuitif : l'évolution des taux directeurs et celle des rendements obligataires à long terme ne sont pas nécessairement corrélées. Une banque centrale peut relever ses taux et, dans le même temps, provoquer une baisse des rendements à long terme. Dans le cas présent, il s'agit d'une réaction de soulagement : en s'attaquant aujourd'hui à la menace inflationniste, la Fed réduit le risque d'avoir à agir encore plus vigoureusement demain. Les rendements de long terme se détentent donc tandis que ceux de court terme poursuivent leur progression, les marchés anticipant de nouvelles hausses de taux. Une nouvelle hausse des Fed funds est attendue cette année, puis deux autres l'année prochaine. Le marché intègre déjà une partie de ces décisions : le rendement du Treasury à un an atteint 4,38 %, contre 4,72 % pour le deux ans.

L'INFLATION EST-ELLE VRAIMENT RESPONSABLE DE LA HAUSSE DES RENDEMENTS ?

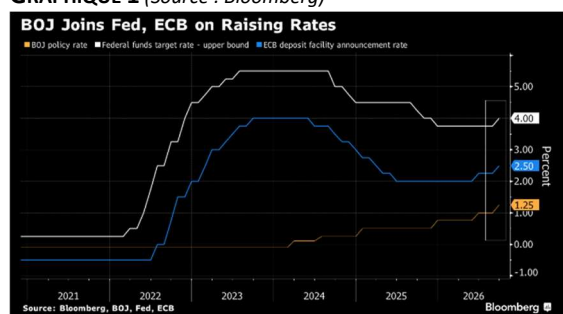
La presse financière présente souvent le risque inflationniste comme la principale explication de la hausse des rendements souverains. Nous pensons toutefois que cette lecture est incomplète. Les anticipations d'inflation restent en effet relativement stables. En Europe, l'indicateur d'inflation attendue de la BCE s'établit à 2,15 %. Aux États-Unis, l'inflation anticipée

¹ Facilité de dépôt @ 2,50% / opérations principales de refinancement @ 2,65% / facilité de prêt marginal @ 2,90%.

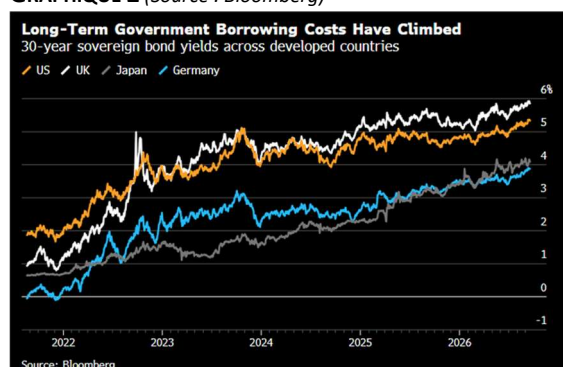
² Fourchette Fed funds : 3,75% - 4,00%.

sur les dix prochaines années par le marché des Treasuries atteint 2,32 %. Ces niveaux restent proches des objectifs de stabilité des prix des banques centrales et témoignent, selon nous, d'une confiance encore solide dans leur capacité à maîtriser l'inflation. Si les anticipations inflationnistes n'expliquent qu'une partie du mouvement, où chercher l'autre facteur ? Il faut probablement regarder du côté des finances publiques. Le manque de discipline budgétaire de nombreux États constitue aujourd'hui un sujet majeur pour les investisseurs obligataires. L'augmentation du coût du financement pèse de plus en plus lourdement sur des États déjà fortement endettés, qui consacrent une part croissante de leurs recettes au paiement des intérêts. Le mécanisme peut devenir autoalimenté : des rendements plus élevés renchérissent le coût de la dette, ce qui creuse les déficits et peut à son tour entraîner une dégradation de la notation souveraine. Vendredi, Moody's a ainsi abaissé d'un cran la note souveraine à long terme de la Pologne, en invoquant l'affaiblissement persistant de ses finances publiques. Au Royaume-Uni, le Debt Management Office a récemment émis une nouvelle obligation à 30 ans assortie du coupon le plus élevé des trente dernières années. Aux États-Unis, le Trésor a triplé la taille de son programme de rachats de dette à long terme. L'objectif officiel est d'améliorer la liquidité du marché, même si certains investisseurs peuvent y voir également une volonté de contenir la progression des rendements. Si les finances publiques constituent effectivement l'un des principaux moteurs de la hausse actuelle des rendements, le phénomène pourrait être durable. À court terme, cette remontée des taux pèse mécaniquement sur le prix des obligations déjà détenues. À moyen terme, elle ouvre cependant une perspective intéressante : les investisseurs peuvent désormais accéder à des niveaux de rendement et de coupon sensiblement plus élevés. Dans un environnement où les rendements souverains offrent à nouveau des niveaux de rémunération significatifs, le marché obligataire pourrait ainsi progressivement retrouver un attrait accru pour les investisseurs à la recherche de revenus.

GRAPHIQUE 1 (Source : Bloomberg)



GRAPHIQUE 2 (Source : Bloomberg)



MARCHÉ D' ACTIONS

Le constat des deux dernières semaines est que les valeurs technologiques confirment leur bonne tenue. Elle traduit la préférence des investisseurs pour les grandes valeurs technologiques, soutenues par des bénéfices solides et des bilans robustes, au détriment des valeurs cycliques, financières et des petites capitalisations, plus sensibles au coût du crédit. Dans ce contexte, Alphabet et Nvidia ont soutenu la performance de notre stratégie actions, tandis que nos positions défensives et cycliques ont davantage pesé.

Nous avons par ailleurs pris plusieurs bénéfices : après une progression de 33 %, nous avons allégé Merck tout en conservant l'essentiel de la position, et réduit Abbott afin de ramener notre surpondération du secteur de la santé à un niveau plus mesuré.

Parmi les actualités marquantes, Warren Buffett a transmis la présidence du conseil de Berkshire Hathaway à son fils Howard, devenant président d'honneur après plus de 60 ans à la tête du groupe. Apple a, de son côté, augmenté de 100 dollars le prix de l'iPhone 18 Pro, invoquant notamment la pénurie de mémoire liée à l'essor des centres de données dédiés à l'IA. Un signe que les effets du cycle d'investissement dans l'IA commencent à dépasser le seul secteur technologique.

NIKE SORT DU S&P 100

Après 18 ans de présence, Nike quitte le S&P 100, tout en restant dans le S&P 500. Sa capitalisation est passée de 280 à 54 milliards de dollars en cinq ans, soit une baisse de 80 %, dans un contexte de ralentissement de l'innovation et de montée en puissance de concurrents comme On et Hoka. Le départ de Kylian Mbappé vers On illustre également cette évolution. Cette situation rappelle que même les franchises les plus établies doivent constamment renouveler leur offre et leur avantage concurrentiel pour préserver leur leadership.

PERFORMANCES DE NOS STRATÉGIES

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	-0,14%	-0,45%
Actions	Global Quality	-0,44%	6,40%
Actions	Kaminiora Dynamic	1,52%	3,53%

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 seules statistiques qui devraient retenir l'attention du marché sont les indices d'activité PMI du mois de septembre. Ils seront publiés mercredi. La croissance n'est pas vraiment un sujet pour le moment.

Bonne semaine.
