

SEMAINE 42

MARCHES

Actions

Change	ES50	Stoxx600	S&P500	Nasdaq	MSCI World
1 week	-0,91%	0,11%	0,99%	0,05%	0,10%
YTD	6,74%	6,73%	13,93%	22,07%	11,31%

Obligations

Change	Overall	IG Corps
1 week	-0,08%	0,07%
YTD	-2,33%	-1,00%

Crédit

Spread	BTP	IG Corps	Sub Fin	Main	Xover
Niveau	110	97	113	63	311
Change	-5	2	-3	-1	0

Taux

NOMINAL	2Y	Change	10Y	Change	10-2Y
DE	3,12	5	3,49	2	36
US	4,80	-2	5,26	-1	46
REEL			10Y	Change	Infl. BE
DE			1,06	4	2,23
US			2,89	1	2,37
Interbanc.	ESTER	Change	EUR3M	Change	
	2,46	-1	2,64	5	

Autres

	EURUSD	WTI	XAU
Prix	1,1196	92	4 189
Change	-1%	1%	1%

COMMENTAIRE

La semaine écoulée a été calme : les indices actions comme obligataires terminent à des niveaux quasiment inchangés.

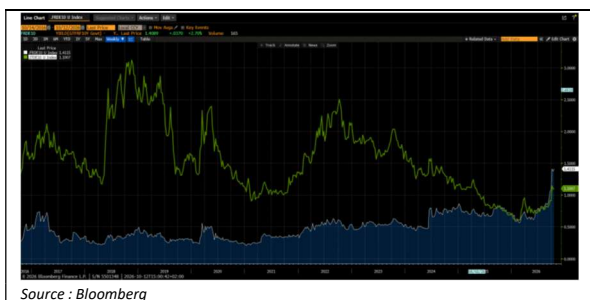
LE DOLLAR POURSUIT SA HAUSSE

Le fait marquant de la semaine vient du marché des changes, où le dollar américain continue de se renforcer. Face à l'euro, il enchaîne cinq semaines consécutives de hausse et affiche désormais une appréciation de près de 5 % depuis le début de l'année.

Cette évolution soutient la performance de nos portefeuilles. Par principe, nous maintenons une exposition stable au dollar sans couvrir le risque de change : lorsque le dollar se renforce face à l'euro, la valeur en euros de nos actifs américains augmente mécaniquement. Cette discipline avait pesé sur les performances l'an dernier, lorsque le dollar baissait ; elle joue en notre faveur cette année.

LES PRIX À LA PRODUCTION RESTENT SOUS TENSION

L'indicateur économique qui a le plus retenu notre attention est la hausse de 8,2 % sur un an des prix à la production en zone euro. Ces prix, qui mesurent ce que les entreprises facturent pour leurs biens à la sortie de l'usine, varient habituellement plus fortement que les prix à la consommation, et leur évolution peut se répercuter sur ces derniers avec un certain décalage. Comme le montre le graphique ci-dessous, ils progressent sans interruption depuis le début de la guerre en Iran.



LA FRANCE TOUJOURS SOUS PRESSION

Sur le marché obligataire, un indicateur est particulièrement scruté ces derniers jours, aux côtés des taux américains à 10 et 30 ans : l'écart de rendement (ou « spread ») entre la dette de l'État français et celle de l'Allemagne, considérée comme la référence la plus sûre de la zone euro. Plus cet écart est élevé, plus les investisseurs exigent une rémunération supplémentaire pour prêter à la France plutôt qu'à l'Allemagne.

Cet écart ne cesse de se creuser depuis plusieurs semaines. Une obligation d'État française à 10 ans (OAT) rapporte aujourd'hui 4,88 %, contre 3,47 % pour son équivalent allemand (Bund), soit un écart de 1,41 point de pourcentage. Un tel niveau n'avait plus été observé depuis la crise des dettes souveraines européennes du début des années 2010.

Ce phénomène est largement commenté. Un autre l'est beaucoup moins : la France emprunte désormais plus cher que l'Italie. Le taux à 10 ans italien (BTP) s'établit à 4,56 %, soit un écart de 1,09 point avec l'Allemagne. La situation est inédite et peut sembler paradoxale : la France reste mieux notée que l'Italie par les agences de notation (A+ contre BBB+ chez S&P, soit trois crans d'écart). Elle traduit une nervosité marquée des investisseurs, qui pourrait se prolonger dans les semaines à venir.

Certains anticipent une intervention de la Banque centrale européenne (BCE), qui pourrait acheter de la dette française pour apaiser les tensions. Les déclarations récentes de plusieurs responsables de la BCE indiquent toutefois que ce n'est pas d'actualité. D'autres rappellent que sa présidente, Christine Lagarde, avait affirmé en 2020 que la BCE n'avait pas pour mission de réduire les écarts de taux entre pays.

Nos stratégies ne sont pas exposées aux obligations émises par l'État français.

MARCHÉ D' ACTIONS

Les indices américains ont encore inscrit des records la semaine passée.

DES RECORDS, MAIS UNE NERVOUSITÉ CROISSANTE AUTOUR DE L'IA

Derrière ces sommets, pourtant, la nervosité est revenue autour de l'intelligence artificielle, le thème qui porte les marchés depuis deux ans. Notre stratégie actions progresse de 1,19 % sur la semaine, soutenue par un déplacement des moteurs de performance au sein même de ce thème, sur lequel nous reviendrons plus loin.

LE RETOUR DES CRAINTES D'UNE BULLE

Le spectre d'une bulle refait surface. Ray Dalio, fondateur du fonds Bridgewater, a qualifié l'IA de « bulle classique » proche d'éclater. De leur côté, les stratèges de Bank of America placent désormais les valeurs technologiques américaines au plus haut de leur indicateur de risque de bulle.

Tous deux pointent les mêmes signaux d'alerte :

- une concentration extrême du marché autour d'une poignée de titres ;
- des investissements de plus en plus financés par la dette, alors que les revenus censés les rentabiliser restent incertains.

Un article remettant en question la capacité d'OpenAI à générer les revenus attendus a renforcé ces doutes. Les fabricants de semi-conducteurs en ont fait les frais cette semaine : Nvidia a reculé de 2% et Micron de 4%.

NOS AJUSTEMENTS DE PORTEFEUILLE

Dans ce contexte, nous avons recentré notre exposition aux infrastructures de l'IA sur nos positions les plus solides. Nous avons renforcé Broadcom, Micron et AMD, et initié une position sur Dell, présent sur le marché des serveurs conçus pour l'IA.

À l'inverse, nous avons cédé des positions plus secondaires dans les semi-conducteurs, comme KLA et Marvell. Ces ventes nous ont permis d'encaisser des plus-values, tout en conservant notre exposition au thème à travers les acteurs de plus grande taille déjà présents en portefeuille.

LE NUCLÉAIRE, NOUVEAU CARBURANT DE L'IA

Le repli des fabricants de puces ne signifie pas pour autant que le thème s'essouffle : son centre de gravité se déplace vers l'énergie. Les centres de données qui font tourner l'IA consomment des quantités considérables d'électricité, et l'accès à cette énergie est devenu le principal frein à leur construction. Le nucléaire s'impose comme l'une des rares sources capables de fournir une électricité stable et en continu.

Illustration de cette tendance : Constellation Energy s'est envolé après l'annonce d'un contrat de 20 ans avec Google portant sur près de 3 600 mégawatts d'électricité nucléaire, pour un montant de 4,3 milliards de dollars. L'annonce a entraîné l'ensemble du secteur dans son sillage. Présent dans notre portefeuille depuis juin, le titre a gagné 15,76 % sur la semaine et figure parmi les meilleurs contributeurs de notre stratégie actions.

Remarque : « Les valeurs citées le sont à titre d'illustration et ne constituent pas une recommandation d'achat ou de vente ».

PERFORMANCES DE NOS STRATÉGIES

		1 semaine	YTD
Obligations	Active Laddered Bonds	0,16%	-0,59%
Actions	Global Quality	1,19%	8,22%
Actions	Kaminiora Dynamic	0,33%	3,61%

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 s'ouvre la saison de publication des résultats du troisième trimestre. Comme le veut la tradition, les grandes banques américaines ouvrent le bal : leurs chiffres donneront une première indication de la santé des entreprises sur le trimestre écoulé.

L'INFLATION AMÉRICAINE SOUS SURVEILLANCE

Ces premières publications coïncideront avec celles des indices de prix à la consommation et à la production aux États-Unis. Ces chiffres d'inflation pourraient faire évoluer les anticipations du marché sur la décision de la Réserve fédérale (Fed) en décembre. Comme le montre le graphique ci-dessous, la hausse des prix à la consommation aux États-Unis dépasse l'objectif de 2 % par an depuis 2021. C'est ce qui lui vaut le qualificatif d'« inflation collante » : une inflation qui résiste et peine à revenir vers sa cible. Non seulement elle reste au-dessus de cet objectif, mais elle a même repris de la vigueur depuis le début de la guerre en Iran.



C'est pourquoi les statistiques d'inflation restent scrutées de près. Le marché anticipe actuellement une nouvelle hausse de 0,25 point du principal taux directeur de la Fed en décembre. Deux scénarii se dessinent :

- Si l'inflation publiée cette semaine se modère, la probabilité d'une nouvelle hausse de taux d'ici la fin de l'année pourrait diminuer.
- Si elle dépasse les attentes, elle pourrait alimenter la hausse des rendements des emprunts d'État américains (Treasuries), ce qui pèse sur la valeur des obligations déjà détenues.

Bonne semaine.
