

Équipe de gestion

Thibault DOUARD

Anne-Claire DAUSSUN

Nicolas GOUJU

Guillaume LACROIX

COMMENTAIRE DE GESTION

Le mois d'août a été marqué en Europe par un retour des incertitudes politiques, particulièrement en France. Le Premier ministre F. Bayrou a annoncé un vote de confiance prévu le 8 septembre, en amont des débats budgétaires et d'une journée nationale de protestation programmée le 10 septembre. Ses chances de survie apparaissent faibles en raison de l'absence de majorité parlementaire, ce qui a immédiatement pesé sur les marchés : l'écart OAT-Bund s'est tendu jusqu'à 80 pb (contre 65 pb quelques jours auparavant).

Les observateurs estiment désormais que la prime de risque française restera élevée jusqu'à l'élection présidentielle de 2027. En Allemagne, les tensions grandissantes au sein de la coalition CDU/CSU-SPD alimentent également les spéculations quant à un éventuel éclatement et à la formation d'un gouvernement minoritaire. Sur le plan macroéconomique, les enquêtes PMI demeurent dynamiques, mais la confiance des ménages a reculé, selon la Commission européenne. Dans ce contexte, l'attention des investisseurs reste focalisée sur la situation politique française, alors que l'ECB est attendue en statu quo à court terme.

Aux États-Unis, la dynamique économique continue de surprendre positivement. Le PIB du deuxième trimestre a été révisé à la hausse à +3,3 % en rythme annualisé, porté par une consommation et un investissement privés robustes. Les perspectives de croissance pour le troisième trimestre ont été relevées à +1,5 % annualisé, tandis que l'inflation globale est ressortie en ligne avec les attentes à 2,7 % sur un an. En revanche, le Core CPI a légèrement surpris à la hausse (+3,1 %), supérieur de 0,1 pt au consensus, confirmant la persistance des pressions sous-jacentes. Sur le plan monétaire, les marchés tablent sur une baisse de taux de la Fed en septembre, mais l'issue dépendra des prochains chiffres de l'emploi et de l'inflation.

Début août, les marchés ont été secoués par la publication décevante des chiffres de l'emploi américain et surtout par de fortes révisions à la baisse des mois précédents, provoquant une correction intraday suivie d'un rebond. Dans la foulée, le président Trump a limogé la responsable du Bureau des statistiques de l'emploi, accentuant les inquiétudes sur la fiabilité des données. Par ailleurs, la démission d'un membre du Board de la Fed ouvre la voie à une nouvelle nomination présidentielle, ce qui pourrait renforcer l'influence de D.Trump au sein du FOMC, y compris sur la succession de Jerome Powell.

L'indépendance de la Fed est d'autant mise à l'épreuve que le président D.Trump a annoncé son intention de limoger la gouverneure Lisa Cook, ce qui a déclenché un bras de fer judiciaire, tandis que la nomination accélérée de Stephen Miran au FOMC en vue de la réunion de mi-septembre est en préparation. Les pressions politiques en faveur d'une baisse rapide des taux, dans un contexte de déficit supérieur à 6 % du PIB et d'une charge d'intérêts dépassant 3 % du PIB, nourrissent les craintes d'un glissement vers la « fiscal dominance ».

Les marchés financiers américains demeurent néanmoins bien orientés : le S&P500 évolue proche de ses records (+2% sur le mois pour le S&P500, +1.5% pour le Nasdaq), soutenu par les solides résultats de la Tech. La volatilité actions (VIX) est retombée sous 15, les spreads de crédit restent très serrés, et seul un redressement des rendements longs (30 ans US : +10 bps sur le mois, à 4.93%), traduisant une pentification de la courbe, vient tempérer ce tableau.

Enfin, le commerce international reste marqué par des tensions persistantes : les États-Unis ont relevé à 50 % leurs tarifs douaniers sur l'Inde (en lien avec le pétrole russe), tandis que demeurent les menaces sur les taxes numériques et les semi-conducteurs. Les résultats des derniers stress tests bancaires confirment la bonne santé du secteur, la baisse moyenne des ratios de solvabilité dans le scénario négatif s'affichant à -370bps, en amélioration par rapport aux derniers stress tests de 2023 (-460 bps). L'amélioration de la rentabilité est le principal facteur d'amélioration, permettant d'absorber plus de provisions, et la très grande majorité des banques reste au dessus des seuils de restrictions des distributions. Une nouvelle illustration de la bonne santé du secteur et de sa résilience vs. de potentiels chocs macro-économiques. Au UK, la cour suprême rend un premier verdict positif pour le secteur bancaire sur le sujet des financements automobiles, le scénario du pire semblant maintenant exclu. Le niveau des compensations devrait rester dans une fourchette de GBP 9-18 Mds (précisant que le scénario £ 18Mds restait très peu probable), alors que les premières estimations envisageaient jusqu'à GBP 45 Mds de compensations sur les prochaines années. Aucune banque n'est donc à risque, les montants étant couverts par les provisions déjà passées et le capital excédentaire. Un marché primaire assez actif en août, une fois n'est pas coutumes. Plus de € 5Mds de Tier 2 ont ainsi été émises, par Danske, Swedbank, ING et Erste côté banques, ou Munich Re côté assureurs. Nous n'avons participé de notre côté, jugeant les niveaux d'émissions comme peu attractifs, et septembre étant habituellement un mois très actif sur le primaire, nous considérons qu'il y aura donc de meilleures opportunités à venir. Les grands agrégats de fonds restent stables, une construction équilibrée au vu de primes de risques assez serrées. Le fonds poste une performance positive et surperforme son indice de référence en août. Le portage de la poche AT1, le resserrement de spreads de certaines seniors, ainsi que l'offre de rappel généreuse du CCF sur une Tier 2 ont été les principaux facteurs positifs de contribution à la performance.