

## Équipe de gestion

Thibault DOUARD

Anne-Claire DAUSSUN

Nicolas GOUJU

Guillaume LACROIX

## COMMENTAIRE DE GESTION

Macro / Banques centrales : Le mois de juillet a été marqué par une stabilisation des indicateurs macroéconomiques en zone euro, avec une inflation HICP ressortie à 2,3 % en glissement annuel, en ligne avec les attentes. Aux États-Unis, les chiffres de l'emploi ont surpris à la hausse, renforçant l'hypothèse d'un maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels jusqu'à l'automne. En Chine, les mesures de relance budgétaire commencent à produire des effets, avec une légère reprise de la consommation intérieure. Du côté des banques centrales, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés, conformément aux attentes. Toutefois, le ton adopté par Christine Lagarde lors de sa conférence de presse a surpris par son optimisme : elle a souligné la résilience de l'économie européenne, une croissance légèrement supérieure aux prévisions, et une dynamique salariale orientée à la baisse. La BCE estime être en bonne voie pour atteindre sa cible d'inflation à 2 %, tout en évoquant un risque d'undershooting en 2026 lié à des effets de base. Ces éléments ont conduit les marchés à revoir à la baisse leurs anticipations de nouvelles baisses de taux pour septembre, renforçant l'idée d'une pause prolongée dans le cycle d'assouplissement. Outre-Atlantique, la Réserve fédérale a conservé une posture attentiste. Les propos de Mary Daly (Fed de San Francisco) ont confirmé l'hypothèse de deux baisses de taux d'ici la fin de l'année, en raison d'un impact jugé limité des droits de douane sur l'inflation. Cette position prudente a contribué à stabiliser les anticipations de marché, malgré une volatilité accrue sur les segments courts et intermédiaires de la courbe américaine. Sur le plan géopolitique, le mois a été marqué par la confirmation d'un accord commercial entre les États-Unis et l'Union européenne, officialisé à la fin du mois. Ce compromis prévoit une taxation à 15 % sur la majorité des produits industriels européens, tout en exemptant certains secteurs stratégiques comme la pharmacie. L'accord inclut également des engagements d'achat massifs de la part de l'UE, notamment en énergie et produits agricoles.

Performance Marchés : Les avancées des négociations autour des accords commerciaux ainsi que les données économiques toujours robustes ont entraîné une performance positive des marchés d'actifs risqués en juillet, en particulier les marchés actions. Le S&P 500 progresse ainsi de 2.2% sur le mois, le Stoxx 600 de 1.0%, le Hang Seng de +3.1%, et l'indice bancaire européen SX7E remporte la palme avec une hausse de +7%. Coté Taux, l'effet est logiquement inversé, le 2ans américain s'écartant de 24bps sur le mois pour clôturer à 3.96%, le 10 ans US de +14bps à 4.37%, tendance similaire en Europe avec le Bund 10 ans à 2.70%, i.e. +10bps en juillet. Cela n'a pas empêché la bonne performance des marchés du crédit, côté Corporates l'indice IG européen ER00 est en hausse de +0.35% en juillet, l'indice HY HECO de +1.1%, et côté Financières, l'indice EB00 progresse de 0.4% et l'indice CoCo en USD de +1.33%.

Nouvelles sectorielles : L'évènement du mois est dans conteste la publication des résultats du T2 pour le secteur financier. Ce dernier confirme sa bonne santé, les revenus d'intérêts sont dans l'ensemble en légère érosion suite aux récentes baisses de taux en Europe mais reste résilients entre reprise de la croissance des portefeuilles de prêts et programmes de couvertures mis en place. Les pertes de crédits restent ancrées à des points bas historiques, et les ratios de qualités d'actifs ainsi que de solvabilité continuent de se renforcer à des niveaux records. En bref, encore un très bon vintage pour le secteur bancaire. Pas de répit sur le plan de la consolidation. Unicredit annonce finalement renoncer à l'acquisition de Banco BPM, les dernières exigences des autorités italiennes rendant l'opération moins profitable qu'initialement envisagé. Credit Agricole étudierait l'acquisition de Mileis en France, tandis qu'en Allemagne Helaba s'intéresse à la banque spécialiste du CRE Aareal. Le secteur assurantiel n'est pas en reste, Athora annonce racheter l'assureur UK Picorp, Malakoff prendrait une participation majoritaire dans Unofi, tandis que Just Group pourrait être racheté par Brookfield. Nous attendons au mois d'août la publication des résultats des stress tests bancaires européens, ainsi que la décision des autorités britanniques quant au financement des prêts automobiles au UK et la potentielle compensation des consommateurs pour des commissions induement perçues.

Marché Primaire / Stratégie du fonds : Comme de coutume en juillet, le marché primaire a ralenti avec moins de € 5Mds d'émissions subordonnées. On notera les émissions AT1 d'UBS en USD (2 tranches, \$2bn au total), les émissions Tier 2 d'Alpha Bank et Citigroup (pour une rare émission T2 en Euro), ainsi que les émissions RT1 de Sogecap et Chesnara, un petit acteur UK. Nous avons profité de la bonne tenue des marchés pour prendre quelques profits sur notre poche AT1, réduisant son poids à 43%, renforçant la poche Tier 2 à 26%. Parmi les contributeurs positifs à la performance du fonds en juillet, la poche legacy bénéficie du rappel annoncé par AXA d'un de ses titres ancienne génération libellé en USD (non présent en portefeuille mais impact positif sur le reste des titres legacy AXA), nos positions sur les banques UK (Metro, Close Brothers) ainsi que notre position Tier 2 Aareal, bénéficiant de l'intérêt mentionné plus haut d'Helaba.