



## FLASH MARCHÉS : PATIENCE

- Avec la poursuite des coupes de production par l'Arabie Saoudite et la Russie, le cours du Brent s'envole et franchit brièvement le niveau de 95\$ par baril, ravivant les craintes inflationnistes.
- Comme attendu, la Fed laisse ses taux directeurs inchangés lors de son comité, mais elle durcit son discours en révisant à la hausse ses prévisions de taux directeurs pour 2024 et 2025 du fait de meilleures perspectives de croissance.
- Nous avons renforcé tactiquement nos expositions actions pendant la baisse des marchés en août. A moyen terme, nous conservons une certaine prudence sur les actifs risqués étant donné la diffusion décalée des politiques monétaires restrictives à l'économie réelle.

Avec la poursuite des coupes de production par l'Arabie Saoudite et la Russie, le cours du Brent s'envole et franchit brièvement le niveau de 95\$ par baril, ravivant les craintes inflationnistes. En Europe, le prix du pétrole en euro aura ainsi progressé de 30% au cours de l'été, dont 10% depuis le début du mois. Il s'agit clairement d'un problème d'offre car les autres matières premières sont relativement stables.

L'impact se fait déjà ressentir dans les composantes transports et énergies de certains indices d'inflation, à l'image du CPI canadien qui progresse localement de 0,4% en un mois. Mais il nous semble que le mouvement global de désinflation reste structurel, comme l'illustre le CPI anglais dont toutes les composantes sont en baisse ou stables, en dehors du transport.

Comme attendu, la Fed laisse ses taux directeurs inchangés lors de son comité, mais elle durcit son discours en révisant à la hausse ses prévisions de taux directeurs pour 2024 et 2025 du fait de meilleures perspectives de croissance. La Fed souhaite maintenir des taux restrictifs pendant longtemps, en attendant que l'économie faiblisse davantage.

Les marchés obligataires s'ajustent, avec un taux réel 10 ans US qui franchit le cap des 2%, ce qui raffermirait le dollar US, et fragilise les indices actions mondialement.

De leurs côtés, les pays d'Amérique Latine qui avaient été proactifs dans leur resserrement monétaire se permettent de baisser leurs taux directeurs, à l'image du Brésil qui les baisse de 50 points de base à 12,75%. A l'inverse, la Norvège et la Suède les remontent de 25 points de base, tandis que la Banque d'Angleterre et la Banque Nationale Suisse surprennent le marché en choisissant de faire une pause.

Enfin, au Japon, en dépit d'une inflation qui progresse à 3,2% et de la faiblesse persistante du Yen qui se rapproche du seuil psychologique des 150 face au dollar US, la BoJ maintient sa politique ultra accommodante.

Dans ce contexte, nous avons renforcé tactiquement nos expositions actions pendant la baisse des marchés en août. A moyen terme, nous conservons une certaine prudence sur les actifs risqués étant donné la diffusion décalée des politiques monétaires restrictives à l'économie réelle. Sur les taux, nous maintenons une surexposition sur la durée qui nous paraît attractive et protectrice en phase de ralentissement économique.

## ACTIONS EUROPÉENNES

L'optimisme suite au discours de la BCE n'aura duré qu'un temps, les marchés effaçant dès lundi la quasi-totalité des gains enregistrés la semaine précédente. En cause, le discours des banques centrales qui laissent entendre un maintien des taux élevés plus longtemps que prévu à cause d'une inflation persistante. Ces taux réels élevés ont un impact sur le niveau de valorisation du Stoxx 600, à un niveau particulièrement bas avec un P/E Forward 12 mois moyen proche de 12.

D'un point de vue sectoriel, les marchés des actions européennes ont été portés par les télécoms ainsi que les banques, malgré la baisse drastique du cours de la **Société Générale** suite à l'annonce d'un plan stratégique en deçà des attentes, bien que le CEO Slawomir Krupa ait précisé vouloir se fixer des objectifs réalisables.

Outre-manche, les investisseurs saluent la publication de **JD Sports**, qui annonce une croissance du chiffre d'affaires de plus de 8% à £4.78 milliards.

De son côté, **Bouygues** annonce son intention de retirer de la cote sa filiale **COLAS** spécialisée dans la construction et l'entretien d'infrastructures de transports, au prix de 175€ par action, soit une prime de +52% sur les cours des 3 derniers mois. L'opération devrait coûter environ €180 millions.

Du côté des transactions, **Engie** annonce l'acquisition d'**Ixora Energy Ltd**, un des leaders de la production de biométhane basé au Royaume-Uni depuis 2017 pour un montant de £64,8 millions. Cette acquisition permet au groupe d'ajouter 3 nouvelles unités de production à son portefeuille. Enfin, la société internet norvégienne **Adevinta** a confirmé vendredi avoir reçu une offre de rachat par un consortium de fonds de private equity formé par **Blackstone** et **Permira**. Le cours se traite avec une prime de plus de 20% par rapport au cours de clôture de la veille.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains souffrent sur les cinq dernières séances avec un recul de -3,89% pour le S&P 500 et -5,04% sur le Nasdaq, principalement en raison du message plus restrictif qu'attendu de la Fed. Douze des dix-neuf membres du comité des gouverneurs se sont notamment prononcés en faveur d'une nouvelle hausse des taux d'ici à la fin de l'année.

Selon James Bullard, la Fed aura probablement besoin de remonter à nouveau les taux et de les garder à un niveau élevé pendant une période assez longue pour prévenir tout risque de réaccélération de l'inflation. De son côté, l'ancien Secrétaire d'Etat au Trésor, Larry Summers, indiquait jeudi que les projections économiques de la Fed étaient trop optimistes.

Les indicateurs économiques ont également alimenté les craintes de tensions persistantes sur les prix. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ont enregistré un recul au cours de la semaine écoulée (-20 000), revenant sur un plus bas depuis huit mois, confirmant la bonne santé du marché de l'emploi américain.

La probabilité d'occurrence d'un éventuel shutdown (une procédure de fermeture partielle de l'administration américaine, prévue par la constitution, quand le Congrès ne parvient pas à voter le budget) prend de l'ampleur alors qu'une majorité des élus de la Chambre des Représentants s'est opposée pour la troisième fois au vote d'un texte sur le budget fédéral. Le congrès a jusqu'au 30 septembre pour parvenir à un accord.

Les prix du pétrole sont en légère hausse vendredi (+1%) suite à la décision de la Russie d'interdire les exportations de diesel.

Du côté des sociétés, **Cisco** reculait de 3,8% suite à l'annonce de l'acquisition de l'éditeur de logiciels d'analyse de données et de sécurité **Splunk** (+20,8%) pour 28Mds\$ soit 157\$ par action. Il s'agit de la plus grande acquisition jamais réalisée par **Cisco**. **Broadcom** reculait de 2,7% suite à la publication d'un article indiquant que les dirigeants de Google envisageraient d'arrêter de se fournir en puces d'intelligence artificielle auprès de la société à partir de 2027. Google envisagerait de produire en interne ses propres puces pour l'IA. **ARM** a enregistré une cinquième séance consécutive de repli, effaçant au total 12Mds\$ de capitalisation depuis l'IPO. **Amazon** a annoncé prévoir recruter 250 000 saisonniers aux Etats-Unis pour les fêtes de fin d'année, soit 100 000 de plus que l'an passé afin de faire face au surcroît attendu de l'activité.

**Walt Disney** reculait de 3,6% après l'annonce d'un plan massif d'investissement sur les parcs d'attractions et les croisières : 60Mds\$ sur 10 ans, soit une enveloppe deux fois plus élevée que celle des dix dernières années. En ce qui concerne la santé, **Pfizer** (-3,81%) et **Moderna** (-11,15%) persistent dans leur dynamique baissière, notamment après l'annonce selon laquelle le taux de vaccination pour la prochaine itération du vaccin anti-Covid aux Etats-Unis ne devrait pas dépasser les 25%.

Dans la consommation, **Coty** (+6,88%) revoit à la hausse ses prévisions de croissance, en parallèle de la forte croissance des parfums aux Etats-Unis. Dans la dynamique des IPO à Wall Street, **Instacart**, la plateforme américaine de livraison, a réalisé son entrée en Bourse. Dans le secteur automobile, le syndicat des travailleurs menace d'élargir les grèves dès vendredi si aucun « progrès sérieux » n'était réalisé dans le cadre de ses négociations avec le Big Three de Detroit (**GM, Ford, Stellantis US**).

## ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont cédé 1,80% et 0,92%, respectivement. Les marchés actions japonais ont fortement progressé les deux premiers jours, mais se sont inscrits en baisse après le jour férié du 18 septembre. Ce recul peut être attribué à plusieurs facteurs : 1) le repli continu des valeurs liées au secteur américain des semi-conducteurs, 2) les pressions haussières croissantes sur les taux d'intérêt aux États-Unis et au Japon. En outre, certains affirment que la Banque du Japon (BOJ) pourrait avoir du mal à déployer des mesures visant à pérenniser les taux bas. Toutefois, des tendances positives se profilent à l'horizon, notamment le versement des dividendes intérimaires et de nouvelles mesures pour revigorer le marché actions, comme l'augmentation du rendement des capitaux propres (ROE) et du ratio cours/bénéfice (PER).

Le secteur du Transport maritime, prisé pour ses dividendes intérimaires, a progressé de 5,58%. Le secteur du Fer et de l'Acier a gagné 2,32% sous l'effet de l'augmentation des prix des matières premières et de bonnes perspectives en matière de résultats financiers. Le secteur de l'Électricité et de l'Énergie a progressé de 2,30% grâce à la publication de résultats financiers solides portés par l'augmentation des prix de l'électricité et du gaz. En revanche, le secteur des Instruments de précision a perdu 4,62% en raison de l'impact négatif des déboires des valeurs américaines du secteur des semi-conducteurs. Les secteurs des Services et du Commerce de détail ont chuté de 2,87% et de 2,66%, respectivement, pénalisés par l'accès de faiblesse de la consommation et l'augmentation des taux d'intérêt au Japon.

**Nissan Motor Corporation**, constructeur automobile d'envergure mondiale, s'est adjugé 5,26% dans le sillage de la dépréciation du yen japonais. De plus, les grèves menées par le syndicat automobile UAW pourraient se prolonger, ce qui pourrait permettre aux constructeurs automobiles japonais de se renforcer aux États-Unis. **Tokyo Gas Co., Ltd.**, fournisseur de gaz, a gagné 4,44% pour la raison mentionnée ci-dessus. **Sompo Holdings**, une société holding d'assurance, s'est inscrite en hausse de 4,35%, les investisseurs estimant que le scandale impliquant la société Big Motor est intégré dans son cours. Quant à **Shimano Inc.**, spécialiste des équipements sportifs, son titre a chuté de 7,96%, les pressions vendeuses de la semaine précédente s'étant poursuivies. **Nidec Corporation**, fabricant et distributeur de moteurs électriques, a chuté de 6,50% en raison des inquiétudes suscitées par les perspectives économiques. **Hoya Corporation**, fabricant de produits optiques et d'équipements médicaux, a reculé de 6,30% sous l'effet de prises de bénéfices.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a fluctué entre 147,5 et 148,2. À la suite de la réunion du FOMC, les marchés ont pris conscience d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année et d'un ralentissement du rythme à partir de 2024. Dans ce contexte, le yen s'est encore déprécié.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a cédé 2,9% entre lundi et jeudi. Les principaux marchés asiatiques ont sous-performé car la perspective de taux durablement élevés a pénalisé les actifs risqués. Taïwan et la Corée ont perdu respectivement 4,7% et 4,3%, tandis que la Chine a clôturé en baisse de 3,5%. Le marché indien a également terminé en territoire négatif (-1,8%). Le Brésil a effacé les gains engrangés la semaine précédente, avec une baisse de 2,9%.

En **Chine**, la PBoC a maintenu les taux préférentiels des prêts à un et cinq ans inchangés à 3,45% / 4,2% pour le mois de septembre, conformément aux prévisions. De nouvelles mesures d'assouplissement ont été annoncées dans le secteur immobilier : Guangzhou est la première ville de 1<sup>è</sup> catégorie (tier-1) à assouplir les règles relatives aux achats des non-résidents, tandis que Chongqing a supprimé la taxe qui était imposée aux primo-accédants. La CSRC entend intensifier la répression des ventes illégales de titres de participation en accélérant ses enquêtes et en imposant de lourdes sanctions. La Chine envisage de rehausser le plafond des participations étrangères afin de promouvoir les investissements étrangers. Pékin et Shanghai ont également annoncé des règles visant à garantir la gratuité des virements transfrontaliers pour les entreprises étrangères.

Des représentants américains et chinois se sont rencontrés à Malte au sujet des canaux de communication entre les deux pays. Joe Biden et Xi Jinping pourraient se rencontrer lors du sommet de l'APEC à San Francisco en novembre. La branche logistique d'**Alibaba**, Cainiao, aurait l'intention de déposer une demande d'introduction en bourse à Hong Kong pour un montant de 1 milliard de dollars. **Midea** prévoit d'émettre des actions H à Hong Kong.

En **Inde**, le gouvernement travaille sur un système d'incitation assis sur la production d'une valeur de 1,4 milliard de dollars pour les machines lourdes utilisées pour l'exploitation minière et la construction. **JPM** a annoncé avoir intégré l'Inde dans son indice phare GBI-EM Global Diversified, un événement historique pour les marchés obligataires indiens.

**LG Energy Solution** est en pourparlers avec **JWS** pour fabriquer des batteries pour véhicules électriques en Inde, et **Foxconn** prévoit de doubler le volume de ses activités en Inde.

**Micron Technology Inc.** a l'intention de construire plusieurs unités d'assemblage et de conditionnement de semi-conducteurs en Inde, en plus du site de fabrication qu'elle envisage de créer. Jusqu'à présent, les réactions à la saison des festivals sont relativement positives.

La banque centrale du **Brésil** a décidé de réduire le taux Selic de 50 points de base, conformément aux prévisions, mais son ton s'est révélé assez ferme, ce qui a réduit la probabilité d'un début de réduction des taux. **MercadoLibre** s'apprête à rembourser ses obligations convertibles senior encore en circulation, à échéance 2028.

Au Mexique, **Banxico** a fait savoir que 9,3% des entreprises mexicaines ont vu leur production, leurs ventes ou leurs investissements augmenter grâce au phénomène de relocalisation. La présidente de la Commission européenne a déclaré que l'UE ferait son possible pour conclure un accord de libre-échange avec le Mexique cette année.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Belle dynamique sur le marché primaire qui confirme l'engouement renouvelé sur l'obligataire privé et la forte demande des investisseurs. La transaction la plus importante reste l'émission de deux tranches hybrides de la part de **Bayer** qui exercent ainsi le *tender* de ses souches hybrides existantes 2024 et 2025. C'est un signal extrêmement positif pour le marché des hybrides de voir des émetteurs de premier plan continuer de préfinancer les dates de *call*, et cela souligne une fois de plus que le risque d'extension est selon nous exagéré. Bayer rachète donc ces souches existantes à un léger *discount* et réémet deux *jumbo hybrids* : 6.625% BB+ NC28 pour 750 millions, et 7% BB+ NC31 pour 1 milliard. Gage de l'appétit du marché pour ces obligations à fort coupon, les transactions ont été 5 fois sursouscrites. Sur le haut rendement, ce sont toujours les meilleures signatures qui viennent sur le marché avec l'italien **Webuild** 7% BB 2028 pour 450 millions et **WorldPay** BB 8.5% 2031 pour £600 millions.

Sur le segment des financières, les émissions de dettes senior ont largement continué mais rien de notable sur les T2 et AT1. A noter également le rehaussement de notation de **Banco Comercial Portugues** par **Fitch** - après celui de S&P la semaine précédente - redevenant ainsi 100% IG en dette senior. De la même façon, les banques grecques ont vu leur notation s'améliorer de la part de **Moody's** (notamment **Alpha** passe de Ba2 à Ba1, **Piraeus** passe à Ba3).

Les primes de crédit restent stables à 147 points de base sur les bonnes notations, de même que sur le haut rendement à 418 points de base. Le Xover est lui techniquement repassé au-dessus de 400 points de base (420 points de base vendredi matin) en raison du roll de la série. Les taux continuent d'afficher une forte volatilité avec une hausse de 6 points de base sur le 5 ans Allemand à 2,77% jeudi soir et 2,75% sur le 10 ans. En fin de semaine dernière, les taux sans risque se rapprochent ainsi de leur plus haut niveau de l'année.

L'investment grade (IG) perd -0,19%, négativement impacté par les taux (+2,6% depuis le début de l'année), de même que le haut rendement s'inscrit à -0,14% (+6,4% depuis le début de l'année). Ces performances valident entièrement les stratégies de portage mises en avant depuis maintenant plus d'un an.

En effet, à l'approche de la fin du troisième trimestre, environ les trois quarts du rendement actuariel de fin 2022 se retrouvent en performance après 9 mois. A ce jour, le rendement des marchés obligataires investment grade s'établit à 4,5% et 7,4% pour le marché obligataire du haut rendement, ce qui continue d'être de bons points d'entrée en termes de portage. De fait, en termes de risque / rendement, la stratégie continue de nous sembler très attractive avec la possibilité de construire des portefeuilles à 5% de rendement brut à 5 ans, largement à prédominance IG.

## CONVERTIBLES

Le discours restrictif de la Fed a surpris les marchés et a entraîné les principales places boursières dans le rouge. Dans ces conditions de marché, les obligations convertibles affichent une performance négative au cours de la semaine.

Aux Etats-Unis, nous avons une reprise de l'activité M&A avec l'offre de **Cisco** d'acquérir **Splunk** au prix de \$157 en cash. Cela correspond à une valorisation de 28 milliards de dollars et une prime de 31,3% par rapport au cours de la veille. Les convertibles 2025 et 2027 progressent respectivement de 4 points et de 6 points sur cette offre. L'opération devrait être finalisée d'ici septembre 2024.

Dans un environnement moins favorable, le marché primaire continue à être actif avec une émission d'un milliard de dollars de la part du constructeur automobile électrique **NIO** afin de refinancer sa dette 2024. La société a émis deux tranches de 500 millions de dollars : une tranche 2029 avec un coupon de 3.875% et une prime de 30% ainsi qu'une tranche 2030 avec un coupon de 4.625% et une prime de 30%.

En Europe, la société **Snam** a fait son retour sur le marché des convertibles avec une échangeable en Italgas pour un montant de 500 millions d'euros à maturité 2028 avec un coupon de 3.25% et une prime de 20%.

*Achévé de rédiger le 22/09/2023*

## **GLOSSAIRE**

- Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- La dette senior bénéficie de garanties spécifiques. Son remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.
- La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- Tier 2 / Tier 3 : segment de la dette subordonnée.
- La duration correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (intérêt et capital).
- Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
- Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.
- Markit publie l'indice Main iTraxx (125 principales valeurs européennes), le HiVol (30 valeurs à haute volatilité), et le Xover (CrossOver, 40 valeurs liquides et spéculatives), ainsi que des indices pour l'Asie et le Pacifique.
- EBITDA est l'acronyme de Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (en français : résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement). Il mesure donc la création de richesse avant toute charge calculée. Il trouve son équivalent français en l'EBE (Excédent brut d'exploitation).
- Le terme "Quantitative Easing" désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- Un « stress test » est une technique destinée à évaluer la résistance d'institutions financières.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d'une dette.

## **AVERTISSEMENT**

### **Ceci est une communication marketing.**

Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction.

Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment du groupe Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité du groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Le groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations : à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015

332.652.536 R.C.S. Paris