



FLASH MARCHÉS : DANS L'ATTENTE DE JACKSON HOLE

- *La publication des PMI en forte baisse aux Etats-Unis et en Europe a permis de mettre fin à la hausse des prix du pétrole et à la poussée des taux qui avait causé la chute des indices actions au mois d'août.*
- *La Chine poursuit la détente timide de sa politique monétaire. Après la baisse de ses taux directeurs, la PBOC a abaissé de seulement 10 points de base ses taux à 1 an à 3,45%.*
- *Dans un contexte de ralentissement inexorable des économies, et vu le faible niveau de la prime de risque offerte par les marchés actions par rapport aux actifs taux de bonne qualité, nous conservons stratégiquement une préférence pour les marchés de dettes au détriment des actifs risqués.*

La publication des PMI en forte baisse aux Etats-Unis et en Europe a permis de mettre fin à la hausse des prix du pétrole et à la poussée des taux qui avait causé la chute des indices actions au mois d'août. S'ils restent en territoire d'expansion aux Etats-Unis, ces indicateurs d'activité s'enfoncent un peu plus en territoire de contraction en Europe (surtout en Allemagne et au Royaume Uni). Alors que les PMI manufacturés se stabilisent, marquant peut-être la fin du cycle de déstockage post-Covid, c'est désormais le secteur des services qui recule nettement.

La Chine poursuit la détente timide de sa politique monétaire. Après la baisse de ses taux directeurs, la PBOC a abaissé de seulement 10 points de base ses taux à 1 an à 3,45%. Surtout, elle maintient inchangés ses taux à 5 ans à 4,2%. Des niveaux toujours élevés au regard de la désinflation voire déflation en cours : le déflateur du PIB, les indices des prix à la consommation et à la production sont tous négatifs. La faiblesse de la demande totale - exportations, investissements et consommation - déçoit alors que les attentes de rebond de l'activité suite à la réouverture étaient élevées. Le ralentissement de la croissance du crédit témoigne de la volonté du secteur privé de se désendetter, en particulier dans le secteur immobilier.

L'Allemagne est particulièrement exposée aux déceptions quant à la croissance de son partenaire commercial chinois, pesant sur sa propre croissance mais également accélérant sa désinflation. Les prix à la production affichent un recul de 6% sur un an et l'indice IFO du climat des affaires continue de se détériorer. Nous serons attentifs aux effets potentiels du ralentissement chinois sur l'activité des pays européens les plus exportateurs et sur la dynamique des prix.

Pour clore une saison de résultat de très bonne facture, la publication par Nvidia de résultats excellents vient conforter l'engouement pour l'intelligence artificielle sans pour autant être de nature à entraîner une nouvelle fois le reste de la Bourse américaine.

En termes d'allocation d'actifs, l'environnement qui se dessine pour les prochains mois va centrer l'attention davantage sur les perspectives de croissance que sur l'atteinte du taux terminal et ceci nous incite à renforcer l'exposition aux marchés obligataires gouvernementaux, ce que nous avons fait graduellement ces dernières semaines. Le cap

d'investissement est bien de préparer nos portefeuilles à une inflexion du cycle et à un ralentissement marqué et nous positionnant en faveur d'une détente des rendements obligataires européens et américains. Dans un contexte de ralentissement inexorable des économies, et vu le faible niveau de la prime de risque offerte par les marchés actions par rapport aux actifs taux de bonne qualité, nous conservons stratégiquement une préférence pour les marchés de dettes au détriment des actifs risqués. Cette surexposition sur la duration nous paraît attractive et protectrice en phase de ralentissement économique et de poursuite de la désinflation comme l'attestent les derniers indices CPI et l'actualité en Chine.

Sur le plus court terme, nous avons profité de la baisse récente des marchés actions pour réduire nos couvertures sur les actions américaines et européennes tandis que sur les taux, nous avons eu tendance à rallonger nos investissements sur la partie plus longue de la courbe.

ACTIONS EUROPÉENNES

Semaine mitigée pour le marché des actions européennes, marqué par les PMI en baisse nettement supérieure aux attentes : l'indice composite a chuté à 47 là où les attentes tablaient sur 48.5 après 48.6 en juillet. En dépit d'une composante manufacturière au-dessus des attentes et ce malgré des nouvelles commandes toujours en baisse, la partie services a largement déçu notamment en Allemagne. Ce repli envoie un signal fort à la BCE que sa politique de resserrement monétaire commence à porter ses fruits, plaidant pour un assouplissement prochain de la politique monétaire de la banque centrale.

Mais pour l'heure, les taux élevés continuent d'impacter le secteur de l'immobilier au Royaume-Uni : le constructeur **Crest Nicholson** a averti sur ses résultats en raison d'une détérioration des conditions de marché en lien avec la hausse des coûts d'emprunt et une baisse de la demande de logement. Cette situation ne devrait, selon le groupe, pas s'améliorer avant la fin de l'année. Message corroboré par la plateforme immobilière **Rightmove**, qui constate une baisse mensuelle de -2% des prix outre-Manche, le plus fort mouvement depuis 5 ans.

Côté résultats, alors que la saison des publications touche à sa fin en Europe (88% des sociétés du MSCI Europe ont publié), notons les résultats du cimentier **CRH** qui publie au-dessus des attentes, révisé sa guidance à la hausse et continue son programme de rachat d'actions. Dans les jeux vidéo, le malheur des uns fait le bonheur des autres : alors que les autorités de régulation britanniques s'attardent toujours sur la transaction **Microsoft / Activision**, Microsoft a concédé au studio français **Ubisoft** les droits de streaming pour toutes les franchises d'Activision Blizzard qui sortiront au cours des 15 prochaines années, afin de convaincre le régulateur britannique d'accepter l'opération.

ACTIONS AMÉRICAINES

Le S&P 500 a continué son mouvement de consolidation initié en début de mois. L'essoufflement du marché est sans doute lié au manque de catalyseurs économiques et à l'attente des discours des banquiers centraux à Jackson Hole. Au cours de la semaine, le rendement du Trésor américain à 10 ans (4,32%) a clôturé à son plus haut niveau depuis 15 ans. Cette hausse des taux d'intérêt génère quelques doutes sur un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine.

Au niveau des entreprises, la semaine a été marquée par la publication très attendue des résultats de **Nvidia**. Le fabricant de microprocesseurs a affiché une croissance de son activité nettement au-dessus d'attentes déjà particulièrement ambitieuses : ventes à 13,5Mds\$ contre 11Mds\$ attendus ; résultat d'exploitation à 7,78Mds\$ contre 5,89Mds\$ anticipés. L'activité a été portée par une « énorme demande » pour les solutions d'intelligence artificielle selon les propos de son Directeur Général, Jensen Huang. « Les centres de données installés dans le monde sont tous en train de passer à l'IA générative » et « à des processeurs perfectionnés plus rapides ». Les perspectives pour le troisième trimestre ont été nettement revues à la hausse avec des ventes désormais prévues à 16Mds\$ contre 12,5Mds\$ attendus par le consensus.

Dans le secteurs de la distribution, les résultats ont été d'une autre facture. Le distributeur de chaussures de sport **Foot Locker** a baissé de 33% et **Dicks Sporting Good** de 25% après des publications de résultats médiocres. Ces chiffres décevants liés à la pression sur les finances des ménages les moins aisés ont entraîné dans leur chute des titres comme **Nike** et **Under Armour**. Dans la même thématique, les perspectives dévoilées par **Macy's**, une chaîne de grands magasins, ont été aussi prudentes, ce qui laisse entrevoir une fin d'année plus difficile dans le secteur de la consommation discrétionnaire.

Enfin, les valeurs bancaires ont été impactées par les dégradations des agences de notation, notamment S&P. Les banques régionales ont été les plus affectées par ces baisses de notation.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont gagné 2,09% et 1,49% respectivement. Les marchés actions japonais ont rebondi en raison notamment 1) du pic provisoire des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et 2) de l'envolée boursière des valeurs technologiques et liées à l'IA qui a suivi l'annonce par Nvidia d'un chiffre d'affaires trimestriel record et de perspectives d'activité solides.

Les secteurs de la pâte à papier, des banques et des titres et contrats à terme sur matières premières ont progressé respectivement de 3,62%, 3,09% et 2,89%. Ces secteurs abritent en effet de nombreuses grandes capitalisations sous-évaluées, en particulier celles dont le ratio cours/valeur comptable est inférieur à 1. En revanche, les secteurs du transport aérien et du transport terrestre se sont inscrits en légère baisse (-0,77% et 0,15% respectivement), sous l'effet des prises de bénéfices sur les actions liées au tourisme domestique.

Tokyo Electron, fabricant d'équipements de fabrication de semi-conducteurs, a gagné 6,28% dans le sillage de la publication des résultats de Nvidia. **Panasonic Holdings Corp.**, fabricant de produits électroniques, a rebondi de 5,54% après une correction brutale qui avait été déclenchée par l'annonce d'un bénéfice opérationnel inférieur aux prévisions du consensus pour le premier trimestre 2023. **Mitsubishi Heavy Industries Ltd.**, spécialiste des machines lourdes, a progressé de 5,31% après le relèvement de l'objectif de cours de l'une des plus grandes sociétés de courtage japonaises. **Shiseido Co, Ltd**, fabricant de produits cosmétiques, et **Kao Corp.**, fabricant de produits de consommation, ont perdu respectivement 2,44% et 1,83%. Les investisseurs ont en effet vendu les valeurs très dépendantes de l'activité économique chinoise en raison de la détérioration anticipée de l'économie du pays. **Oriental Land Co.**, opérateur de parcs à thème, a reculé de 2,21% en raison des prises de bénéfices réalisées sur les titres liés au tourisme domestique.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY a évolué dans une fourchette étroite comprise entre 144 et 146, dans l'attente du discours du président de la Fed, Jerome Powell, prévu lors du symposium de Jackson Hole le vendredi 25 août.

MARCHÉS EMERGENTS

Jeudi en clôture des marchés, l'indice MSCI EM affichait une hausse de 1,9% au cours de la semaine. Le Brésil et Taïwan ont surperformé (+3,4%), la Corée s'est également inscrite en forte hausse (+3%), tandis que la Chine a sous-performé (+1,2%).

La **PBoC**, la banque centrale chinoise, a maintenu le taux préférentiel (LPR) à 5 ans à 4,2% et a abaissé celui à 1 an de 10 points de base, à 3,45%. Cette décision de moindre ampleur que prévu pourrait avoir un impact sur le marché immobilier et limiter la flexibilité des banques, en raison notamment de la préparation de nouvelles mesures de soutien susceptibles de rendre moins urgente la baisse des coûts d'emprunt. Le gouvernement a décidé d'assouplir les règles relatives à l'achat de logements, dans le cadre d'une nouvelle initiative visant à stimuler l'économie.

Dans un contexte géopolitique qui ne cesse d'évoluer, la visite du président Xi Jinping en Afrique du Sud à l'occasion du sommet des pays BRICS témoigne des échanges diplomatiques en cours. En outre, le futur déplacement de la secrétaire américaine au Commerce, Gina Raimondo, la quatrième visite d'un représentant du gouvernement américain en Chine depuis le mois de juin, confirme le dialogue permanent entre les deux pays en matière de relations commerciales et concernant d'éventuels domaines de coopération.

Sur le front des entreprises, les résultats d'**Anhui Conch** pour le deuxième trimestre 2023 ont légèrement dépassé les attentes, malgré une baisse de 20% des bénéfices en glissement annuel. Les résultats solides de **Baidu** au deuxième trimestre ont été supérieurs aux prévisions, avec des revenus publicitaires en hausse de 15% par rapport à l'année précédente. Le lancement officiel d'ERNIE, son agent conversationnel reposant sur l'IA, devrait intervenir dès la promulgation de la politique du gouvernement. Le bénéfice opérationnel d'**Anta Sports** pour le premier semestre 2023 a été nettement supérieur aux anticipations. **China Merchant Bank** a également annoncé des résultats au-delà des attentes, grâce à des charges de dépréciation moins élevées que prévu, qui ont compensé une marge nette d'intérêt inférieure aux prévisions.

En **Inde**, le compte rendu de la réunion de la RBI publié jeudi montre que ses membres semblent s'accorder sur une idée : la politique monétaire doit voir au-delà de l'impact des premiers chocs sur le taux de l'inflation globale. **JioFinance**, société de services financiers née d'une scission de Reliance Industries, est entrée en Bourse lundi. **Titan** a porté sa participation dans sa filiale de joaillerie CaratLane à plus de 92%. **MakeMyTrip** a enregistré des tendances décevantes en termes de volumes au 2ème trimestre, après un 1er trimestre solide lié à une faible saisonnalité. Le titre **PayTM** a rebondi car le groupe **Ant** propose de céder une participation de 243 millions de dollars (3,6%) via le marché.

En **Thaïlande**, Srettha Thavisin, du parti Pheu Thai, a été élu 30ème Premier ministre du pays, mettant ainsi un terme à l'impasse politique récente. Sa politique générale, favorable aux milieux économiques, devrait prévoir des mesures populistes comme la création d'un portefeuille numérique de 10 000 bahts et un relèvement du salaire minimum.

Au **Brésil**, la Chambre des députés a adopté le nouveau Cadre budgétaire. **Itau** a cédé sa division argentine à **Banco Macro** pour 50 millions de dollars. Dans les semaines à venir, la FEBRABAN (Federacao Brasileira de Bancos) et les banques brésiliennes devraient présenter au ministère des Finances une proposition visant à réduire les taux d'endettement des cartes de crédit renouvelables.

En **Afrique du Sud**, **Standard Bank** a annoncé des résultats solides, avec un bénéfice global ajusté en hausse de 35% par rapport à l'année précédente.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Cette semaine de fin août souligne encore le calme des marchés de crédit très largement dominés par les données macroéconomiques, plutôt que par les nouvelles concernant les émetteurs. Inquiétés par la situation chinoise - ralentissement économique, niveau très agressif de dettes de provinces locales, secteur immobilier à bout de souffle, chômage des jeunes - les marchés de taux se sont écrasés de peur d'une contamination au niveau global. Ainsi, le taux 10 ans allemand traitant à 2,70% lundi - quasiment le plus haut de l'année - perd près de 20 points de base à 2,51% jeudi soir en clôture. De leurs côtés, les primes de crédit sur les bonnes notations restent stables sur des niveaux de 152 points de base alors que le haut rendement - davantage impacté par les incertitudes des perspectives de croissance - subit un léger écartement d'une dizaine de points de base à 455 points de base. Le crossover reste toujours proche de 415 points de base malgré une certaine volatilité sur la semaine allant chercher des niveaux de 430 points de base. Dans la lutte contre l'inflation semble se dessiner une victoire orchestrée par les banques centrales au prix d'un ralentissement sans doute plutôt léger, mais dont l'impact reste à ce stade incertain.

Côté primaire, pas de nouvelles émissions sur le High yield au cours de la semaine ni d'AT1 sur les subordonnées bancaires alors que les primes ont au cours de l'été retrouvé leur niveau de début d'année - Coco Euro à 835 points de base - effaçant de fait l'épisode Credit Suisse. La réouverture attendue des transactions en septembre devrait être une bonne jauge de l'appétit au risque du marché.

Dans ce contexte, les performances de la semaine - à jeudi soir - sont positivement impactées par le mouvement de taux. L'investment grade gagne +0,42% au cours de la semaine (+2,98% depuis le début de l'année). Sur le segment haut rendement, la semaine s'inscrit à +0,26%, avec +5,45% depuis le début de l'année. Ces performances valident entièrement les stratégies de portage puisque à peu près les deux tiers du rendement actuariel de fin 2022 se retrouvent en rendement net au bout de 8 mois. A ce jour, le rendement des marchés obligataires Investment grade s'établit à 4,3% et 7,5% pour le marché obligataire du haut rendement, ce qui continue d'être de bons points d'entrée en terme de portage.

CONVERTIBLES

Les valorisations des obligations convertibles ont encore été sous tension au cours de la semaine, en raison de la volatilité des marchés du crédit et de taux.

Les émetteurs de titres convertibles ont profité de ces valorisations pour racheter leur dette. En Europe, **Global Fashion Group** a annoncé qu'il avait décidé de racheter 74,6 millions d'euros (en valeur nominale) de ses obligations convertibles en circulation à échéance 2028.

Les obligations rachetées représentent environ 27% de la valeur nominale en circulation. Cette annonce a été suivie par celle de **Sika**, qui a exercé l'option de remboursement anticipé sur ses obligations convertibles à 0,15% à échéance 2028. Aux États-Unis, **RingCentral** a annoncé le rachat d'une partie de ses obligations convertibles existantes à échéances 2025 et 2026. **Invitae** et **Chegg** en ont fait de même, avec des rachats partiels de leur dette convertible.

Alors que la saison de publication des résultats se poursuit, **Splunk** a surpris les marchés avec des résultats supérieurs aux attentes pour le deuxième trimestre et des prévisions solides. Son titre a grimpé de près de 14% au cours de la séance. En Chine, les résultats du premier semestre 2023 d'**Anta Sports** ont dépassé les attentes, avec des marges bénéficiaires plus élevées que prévu, malgré la légère dégradation des perspectives de croissance du secteur.

Achevé de rédiger le 25 août 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