



## FLASH MARCHÉS : LE SCÉNARIO DE SOFT LANDING MIS À L'ÉPREUVE

- Nous maintenons notre scénario de ralentissement ordonné de l'économie américaine mais restons vigilants face aux indicateurs précurseurs d'une dégradation plus rapide.
- Le retrait des soutiens budgétaires en Europe et l'absence de rebond de l'économie chinoise nous obligent à repousser nos anticipations de rebond de l'activité européenne.
- Face à l'incertitude sur l'intensité du ralentissement économique, nous avons pris des profits sur les actions pour revenir à des expositions neutres.

Le cycle d'assouplissement monétaire devrait être synchronisé au niveau mondial, Jérôme Powel ayant confirmé à Jackson Hole que « *le temps était venu d'ajuster la politique monétaire* » actuellement très restrictive. Les attentes du marché nous semblent un peu optimistes avec 33bp de baisses attendus en septembre et 225bp d'ici fin 2025, sans signaux de dégradation rapide de l'activité économique. Nous maintenons notre scénario de ralentissement ordonné de l'économie américaine mais restons vigilants face aux indicateurs précurseurs d'une dégradation plus rapide. Les chiffres du PIB des États-Unis au 2ème trimestre (+3% en rythme annualisé) sont plutôt de nature à rassurer sur les risques de récession avec une demande intérieure toujours forte : la consommation reste très résiliente, le déstockage touche à sa fin et la contribution négative du commerce extérieur illustre surtout la vigueur des importations. Les inscriptions hebdomadaires au chômage ne montrent pas plus de signe de détérioration. En revanche, les commandes de biens d'équipement marquent le pas, signe que l'investissement des entreprises pourrait être moins dynamique au troisième trimestre. Les enquêtes du Conference Board montrent une poursuite de la normalisation du marché du travail, les américains étant plus nombreux à constater une dégradation de l'accès à l'emploi (« *hard to get* » en hausse versus « *plentiful* » en baisse).

Les chiffres d'inflation en zone euro ouvrent la voie à davantage d'assouplissement monétaire, avec une inflation totale redescendue à 2,2% sur un an. Mais la vigilance reste de mise car depuis plusieurs mois, peu de progrès sont constatés sur l'inflation cœur qui s'élève encore à 2,8%

En Europe, la croissance reste atone, fragilisée par le choc inflationniste, le ralentissement de la Chine et une politique monétaire restrictive depuis 24 mois. La croissance allemande peine à retrouver son niveau de septembre 2022 : la croissance au deuxième trimestre recule de 0,1% avec pour seul contributeur positif les dépenses du gouvernement. Or le chapitre budgétaire qui s'ouvre devrait tourner définitivement la page de l'ère Covid / Ukraine pour remettre de l'ordre dans les finances publiques. Au Royaume-Uni, le nouveau premier ministre travailliste Keir Starmer annonce des « *décisions douloureuses* » en matière budgétaire. En France, le gouvernement intérimaire a proposé un budget à l'identique pour 2025, ce qui suppose des coupes pour certains ministères.

Le retrait des soutiens budgétaires en Europe et l'absence de rebond de l'économie chinoise nous obligent à repousser nos anticipations de rebond de l'activité européenne.

Dans ce contexte où le doute s'est installé sur l'intensité du ralentissement économique, nous avons pris des profits sur les actions pour revenir à des expositions neutres. Nous maintenons également un positionnement neutre sur la duration en raison des attentes de

**baisses des taux par le marché qui nous semblent trop élevées. Enfin, nous avons augmenté nos expositions au dollar après sa sous-performance récente.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens affichent une performance positive cette semaine, atteignant des niveaux historiquement élevés. Même le CAC 40, boudé par les investisseurs depuis l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, reprend des couleurs avec une solide performance. L'inflation allemande est sortie à +1,9% contre +2,1% attendus et +2,3% en juillet, cette première donnée préliminaire a été positivement accueillie, passant à la baisse le seuil symbolique de 2% pour la première fois depuis 2021. Plus globalement, les chiffres de l'ensemble de la zone euro suivent cette tendance, avec une inflation à +2,2 % en août contre 2,6 % en juillet. En conséquence, les taux souverains, notamment le taux à 2 ans allemand, enregistrent une légère baisse sur la semaine ce qui profite aux secteurs les plus sensibles aux conditions de financement. Par ailleurs, une légère hausse du prix du Brent est à noter, en lien avec les tensions géopolitiques en Libye.

Face à la détente des taux, les secteurs les plus cycliques figurent naturellement parmi les meilleurs performeurs de la semaine. En tête de liste figurent l'industrie de la chimie, les biens de consommation, les médias, les télécoms, les voyages et loisirs. Seul le secteur de la distribution retail affiche une performance négative, fortement impacté par la contre-performance de **JD Sports** suite à une forte révision à la baisse des prévisions de l'enseigne. Son concurrent **Zalando** semble également impacté par effet de contagion.

Le groupe allemand de livraison de plats à domicile **Delivery Hero**, concurrent d'**Uber Eats** avec ses nombreuses filiales à travers le globe (**Glovo, Foodora, PedidasYa...**), voit son cours bondir après l'annonce de résultats très positifs. La valeur brute trimestrielle de la marchandise (GMV), mesurant la valeur totale de toutes les marchandises vendues, a augmenté de 7,4 % à taux de change constant, bien au-delà du consensus des analystes. La progression la plus rapide se situe dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, où le groupe affiche une croissance de 28 % en excluant les effets hyperinflationnistes en Turquie et au Liban. Le groupe prévoit d'ailleurs une IPO de sa filiale émiratie **Talabat**, qui sera cotée au Dubai Stock Exchange. Rappelons que l'action avait chuté de 85 % par rapport à ses sommets de janvier 2021 à la suite de la frénésie provoquée par la pandémie.

Par ailleurs, alors que la compagnie aérienne irlandaise **Ryanair** avait annoncé le mois dernier une contraction à deux chiffres des tarifs aériens durant l'été, son CEO controversé Michael O'Leary a réévalué cette contraction à environ -5% cette semaine, expliquant que la faiblesse de la demande s'est stabilisée. Son concurrent historique britannique **easyJet** bénéficie également de cette annonce.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Le marché américain reste relativement stable sur la semaine, tandis que le Nasdaq 100 recule de près de 1%. Le phénomène de concentration de marché s'est donc apaisé puisque les résultats de **Nvidia** n'ont pas réussi à dépasser les attentes élevées des investisseurs, malgré des chiffres et des perspectives globalement positifs. Cela s'explique notamment par une croissance au troisième trimestre légèrement en-deça des attentes des investisseurs buy-side. On note également la forte baisse de **Super Micro**, consécutive à un rapport publié mardi

incriminant l'entreprise pour diverses allégations, dont une fraude comptable. Le lendemain, le fabricant d'équipements de serveurs a annoncé le report de la publication de son rapport annuel. Il convient de rappeler que Super Micro est l'un des principaux clients de Nvidia.

La saison des résultats touche à sa fin et se clôture avec de nombreuses publications dans le secteur de la consommation, souvent moins enthousiastes que celles de la semaine passée. **Dollar General** a enregistré sa plus forte baisse journalière, avec un recul des bénéfices de 20% au deuxième trimestre. **Ulta**, le distributeur de produits de beauté dans lequel Warren Buffet vient d'initier une position, a abaissé ses prévisions sur l'année complète et s'attend désormais à une croissance au mieux nulle. **Lululemon** suit une tendance similaire, abaissant ses prévisions pour l'année 2024, principalement en raison du lancement raté de sa nouvelle gamme de pantalons. **Best Buy** a également ajusté ses prévisions à la baisse de 2%, mais les commentaires sont positifs quant aux tendances des ventes d'appareils électroménagers, qui semblent avoir atteint leur point bas.

Dans le secteur des logiciels, **Autodesk** a publié de bons résultats trimestriels malgré un environnement difficile pour le segment de la construction. En revanche, les résultats de **Salesforce** montrent une décélération lente mais inexorable de leur activité, tandis que la monétisation des initiatives en IA semble toujours peu claire.

## MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a perdu 0,53% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). Le Mexique, la Corée, la Chine et le Brésil ont cédé respectivement 4,67%, 2,55%, 1,63%, et 1,61%. Les marchés indien et taïwanais ont quant à eux progressé de 1,07% et de 0,12%.

En **Chine**, selon les dernières informations, le gouvernement préparerait un plan permettant aux propriétaires de refinancer leurs crédits immobiliers afin de réduire les coûts d'emprunt et de relancer la consommation. Les autorités ont salué les mesures validées par les actionnaires d'**Alibaba**, qui devraient permettre au titre de l'entreprise d'être négocié sur les flux « Southbound » de la plateforme Stock Connect. Le ministère de l'Économie et des Finances a annoncé de nouvelles subventions pour la reprise des appareils électroménagers usagés. Le Canada envisage d'imposer des droits de douane de 100% sur les véhicules électriques fabriqués en Chine. Le conseiller américain à la sécurité nationale, Jake Sullivan, a rencontré le ministre chinois des Affaires étrangères, Wang Yi, à Pékin, afin d'engager un dialogue en vue d'établir une nouvelle coopération. En juillet, les livraisons de smartphones ont augmenté de 28,3% en glissement annuel. **PDD** a annoncé des résultats en ligne avec les attentes, mais la direction a revu à la baisse ses prévisions de marge en raison d'une concurrence accrue. **Trip.com** a fait état d'un trimestre solide grâce à la résistance de la demande de voyages. **Meituan** a annoncé des résultats robustes au deuxième trimestre, grâce à des marges supérieures aux prévisions et à des rachats d'actions d'un montant d'un milliard de dollars. **BYD** a publié des résultats trimestriels conformes aux anticipations ainsi qu'un partenariat avec **Huawei** pour son système de conduite autonome.

À **Taïwan**, la production industrielle de juillet a augmenté de 12,30% en glissement annuel, contre une hausse anticipée de 12,20%. Le marché taïwanais a bien résisté malgré les prévisions de chiffre d'affaires inférieures aux attentes de **Nvidia** pour le troisième trimestre.

En **Corée**, la production industrielle du mois de juillet a augmenté de 5,5% en glissement annuel, soit moins que les estimations (7,5%). Lors de sa journée Investisseurs, **Hyundai Motors** a annoncé vouloir doubler sa gamme de véhicules hybrides et de racheter des actions pour un montant de 3 milliards de dollars

En **Inde**, le gouvernement a validé la création de 12 nouvelles villes industrielles « intelligentes » dans plusieurs États, pour un montant de 286 milliards de roupies (environ 3,8 milliards de dollars), afin de stimuler l'industrie manufacturière du pays. Le gouvernement a signé son tout premier accord d'exportation d'ammoniac vert avec le Japon. **Paytm** a reçu l'approbation de la RBI pour les investissements directs étrangers (IDE) et va à nouveau soumettre sa demande de licence d'agrégateur de paiements. **Mahindra & Mahindra** et **Volkswagen India** sont à un stade avancé de négociation pour la création d'une entreprise commune prévoyant un partage des coûts, des technologies et des plateformes de véhicules pour le développement de produits futurs.

Au **Brésil**, l'IPC a augmenté de 0,29% en variation mensuelle, soit moins que prévu (0,45%). Tous les regards sont tournés vers le projet de budget 2025, qui sera présenté cette semaine. Contre toute attente, le gouvernement a annoncé qu'il envisageait d'augmenter les subventions au gaz (hors bilan). Le Parlement a approuvé un plan d'aide financière pour le secteur aérien qui devrait fournir 914 millions de dollars de prêts aux compagnies en difficulté.

Au **Mexique**, Claudia Sheinbaum a déclaré que deux sénateurs de l'opposition avaient rejoint la coalition au pouvoir, rapprochant ainsi son gouvernement de la « supermajorité ». La commission du Congrès a approuvé le projet de réforme judiciaire du président Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO). **GAP Airports** investira plus de 2,64 milliards de dollars dans les 12 aéroports qu'elle administre entre 2025 et 2029.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Au cours de la dernière semaine du mois d'août, les taux ont connu une légère hausse suite aux bonnes publications du PIB américain, qui affiche une croissance trimestrielle de +3%, principalement soutenue par la consommation. Les taux du 10 ans américain ont augmenté de 6bp pour atteindre 3,86%. Concomitamment, les taux du 10 ans allemand ont progressé de 5bp pour s'établir à 2,26%. Malgré un environnement marqué par une faible volatilité, les primes de crédit sont restées stables autour de 285bp sur l'indice synthétique crossover, de même que les primes des obligations cash, qui oscillent toujours autour de 115bp pour les notations d'investissement. Toutefois, les primes des obligations haut rendement se sont resserrées d'une dizaine de points de base, atteignant 350bp.

Du côté des émissions primaires, un regain d'activité notable a été observé après des semaines estivales plutôt calmes. Les investissements dans les obligations privées ont été conséquents, comme en témoigne la sur-souscription de la dernière émission primaire d'**Allianz**, qui a levé 1,2 milliard de dollars au T2 avec un coupon de 5,60%, pour un carnet d'ordre de 12 milliards. **Cajamar** a également émis 500 millions d'euros en dette senior à 4,125%, tandis que l'assureur finlandais **Mandatum** a émis un T2 de 300 millions d'euros à un coupon de 4,5%. Dans le secteur des entreprises, **Lufthansa** a marqué la semaine avec l'émission de deux tranches de 500 millions d'euros chacune, échéance 2028 et 2032, avec un coupon de respectivement 3,625% et 4,125%.

Dans ce contexte de fin d'été, les obligations de bonne qualité ont enregistré une légère baisse de 0,11% en raison de l'effet taux mais restent en territoire positif depuis le début de l'année avec une performance de +2,6%. Le haut rendement affiche quant à lui une hausse de +0,33%

en raison de la bonne tenue des primes de crédit, portant la performance du segment à +5,55% depuis le début de l'année.

*Achévé de rédiger le 30/08/2024*

## **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.
- 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.
- Les AT1 font partie d'une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou «Cocos». Convertibles parce qu'elles peuvent être converties d'obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d'un seuil de déclenchement prédéterminé.

## **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