



FLASH MARCHÉS : VERS UNE PREMIÈRE BAISSE DE TAUX DE LA FED, MAIS À QUEL RYTHME ?

- **Côté politique**, le dynamisme de la campagne de Kamala Harris depuis le renoncement de Joe Biden a été conforté par le choix de Tim Walz comme candidat à la vice-présidence et la tenue de la Convention démocrate.
- **Côté économique**, les statistiques d'activité américaines mitigées des dernières semaines ainsi que la confirmation du ralentissement de l'inflation soutiennent l'enclenchement du cycle de baisse de taux de la FED avec une première baisse attendue en septembre.
- **La perspective du cycle de taux et les nuances** apportées sur les données économiques ont permis aux actifs risqués de revenir sur les niveaux de fin juillet.

Côté politique, le dynamisme de la campagne de Kamala Harris depuis le renoncement de Joe Biden a été conforté par le choix de Tim Walz comme candidat à la vice-présidence et la tenue de la Convention démocrate et transparait dans des sondages plus favorables. La fin des JO en France a remis en avant la question de la nomination du gouvernement et de la préparation du budget. Par défaut un gel du budget présenté par Gabriel Attal est prévu, soit 10 milliards d'euros d'économies du fait de l'inflation, montant probablement en deçà des attentes européennes dans le cadre de la procédure pour déficit excessif en cours.

Côté économique, les statistiques d'activité américaines mitigées des dernières semaines ainsi que la confirmation du ralentissement de l'inflation soutiennent l'enclenchement du cycle de baisse de taux de la FED avec une première baisse attendue en septembre. Les déclarations de nombreux banquiers centraux vont dans ce sens.

Les dernières données immobilières révèlent une baisse mensuelle des mises en chantier de 6,8 %, atteignant leur niveau le plus bas depuis 2020, ainsi qu'une diminution de 4 % des permis de construire. Les chiffres de l'emploi ont également déçu avec un taux de chômage en hausse à 4,3% en juillet versus 4,1% attendus, un chiffre de création d'emploi non agricole à seulement 114 000 versus 175 000 attendus ou une estimation d'ajustement annuel de ces créations d'emploi à 818 000 d'avril 2023 à mars 2024. Ces derniers chiffres ont enclenché la règle de Sahm indiquant une récession proche. Au début du mois d'août, cet indicateur a renforcé le mouvement d'accélération des baisses de taux par le marché qui table désormais sur 4 baisses d'ici décembre, et un mouvement de baisse des actifs risqués supérieur à 5% des marchés actions S&P 500, Dow Jones ou Euro Stoxx sur la première semaine du mois et un écartement de spread supérieur à 60pb sur le marché du crédit High Yield européen.

La perspective du cycle de taux et les nuances apportées sur les données économiques ont permis aux actifs risqués de revenir sur les niveaux de fin juillet. En effet, comme souligné par le banquier central Bostic, l'augmentation du taux de chômage est plus liée à l'augmentation plus forte de la population active par rapport au total de la population, qu'à la baisse de la demande des entreprises. L'économiste Sahm a elle-même émis des réserves

sur la fiabilité de son indicateur dans un environnement qui a évolué. Les ventes au détail américaines sont restées robustes avec +0,4% mensuels contre +0.1% attendu. L'optimisme des PME américaines est en hausse à 93,7 selon l'enquête NFIB et l'indicateur d'activité composite S&P est sorti à 54,1 contre 53,2 attendus et 54,3 en juillet grâce à la poursuite de la résilience du secteur des services et la décélération de l'industrie.

En Europe également, les indicateurs d'activité PMI soutiennent une amélioration globale avec un composite HCOB en hausse à 51,2 contre 50,1, portée par le secteur des services en France alors que l'indicateur de l'industrie continue à décliner à 45,6. Ceci est particulièrement vrai pour l'Allemagne, plus impactée par ses liens commerciaux avec une Chine toujours économiquement affaiblie. Cette faiblesse chinoise, comme l'espoir d'un accord de cessez-le-feu entre Israël et le Hamas, ont fait baisser les prix de l'énergie depuis le début du mois.

Dans cet environnement où l'on s'attend à près de quatre baisses d'ici décembre, et suite au net mouvement de baisse des taux observé début août, nous avons décidé de neutraliser notre position sur les taux. Sur le marché actions, nous sommes revenus à un score neutre. Ce dernier, après une bonne tenue, est en effet plus susceptible de réagir à un ajustement du rythme de baisse des taux ou à des données d'activité en ralentissement. Nous restons également neutres sur le dollar dont la baisse liée à l'enclenchement du cycle semble bien prise en compte. Enfin, nous demeurons positifs sur les taux des marchés émergents et du Crédit Investment grade.

ACTIONS EUROPÉENNES

À la veille du week-end, les marchés européens affichent une performance positive sur la semaine. La multitude de données économiques publiées n'aura en rien impacté la dynamique positive sur les marchés européens. Toutefois, les yeux restent braqués sur les minutes de la FED attendues vendredi après-midi.

La révision à la baisse des chiffres de l'emploi américain, largement anticipée par les marchés, n'a eu qu'un impact limité. En zone euro, la situation est différente : les indicateurs PMI ressortent en nette hausse, dépassant les attentes (51,2 contre 50,1 prévu et 50,2 en juillet). Cette progression est principalement portée par le secteur des services, notamment en France où le PMI Services a atteint 55,0 contre 50,1 en juillet, stimulé par les Jeux Olympiques. En revanche, l'industrie manufacturière continue de s'essouffler. Face à ces données, le taux allemand à 10 ans enregistre une légère hausse, suggérant un assouplissement monétaire sans précipitation. À court terme, l'Europe semble toujours bénéficier d'attentes bien calibrées concernant la BCE, avec un consensus autour d'une baisse des taux en septembre.

La quasi-totalité des secteurs affiche une performance positive. Les valeurs cycliques telles que l'automobile, la distribution et les biens de consommation se distinguent particulièrement avec un fort rattrapage. Seul le secteur de l'énergie termine dans le rouge, pénalisé par la baisse du prix du baril.

Dans l'ensemble les publications se seront montrées positives sur la semaine, on pourra citer notamment la bonne dynamique de **Swiss Re** : le réassureur fait état de résultats en forte progression au cours du semestre écoulé, bénéficiant à la fois d'une réduction du nombre de sinistres liés aux catastrophes naturelles ainsi que de solides revenus d'investissements.

Outre-Manche, **JD Sports** fait également une publication rassurante et voit son action bondir. Le distributeur de vêtements de sports emporte avec lui le secteur de la distribution

spécialisée après avoir annoncé des résultats supérieurs aux attentes pour son deuxième trimestre, porté par l'Amérique du nord qui représente environ un tiers de son chiffre d'affaires. Le groupe reste toutefois prudent quant aux perspectives pour les mois à venir, soulignant la nécessité d'une activité promotionnelle intense afin de réduire les stocks et de soutenir les volumes de ventes.

Enfin sur une note moins positive, les réductions de postes de **Sephora** en Chine sont une preuve supplémentaire de la faiblesse de la consommation et des difficultés éprouvées par l'empire du milieu. L'enseigne de cosmétiques fondée à Limoges appartenant aujourd'hui à **LVMH** serait en effet en train de réduire d'environ 10% ses effectifs dans le pays.

ACTIONS AMÉRICAINES

La semaine a été relativement calme aux Etats-Unis, après les forts mouvements de volatilité au cours du mois d'août. Le S&P 500 est en hausse de +0,80%, devant le Nasdaq 100 à +0,75%. On note une surperformance des valeurs à faible capitalisation boursière : le Russell 2000 croît de 1 % sur la période. L'attention des investisseurs se concentre actuellement sur la conférence annuelle de la FED à Jackson Hole, ainsi que sur les informations supplémentaires concernant la résilience du consommateur américain. La semaine dernière, le géant **Walmart** avait publié des résultats très positifs sur ce sujet, augurant de bonnes tendances de vente pour la rentrée. En revanche, les entreprises du secteur du tourisme, telles que **Airbnb**, **Booking**, **Expedia** ont adopté un message plus prudent.

S'agissant des résultats, plusieurs entreprises importantes du secteur la consommation ont publié leurs chiffres pour le deuxième trimestre. Le retailer **Lowe's** a révisé à la baisse ses prévisions pour l'année complète, et a publié des résultats trimestriels plutôt faibles, principalement en raison de la persistance de la faiblesse de la demande dans la catégorie DIY (Do It Yourself). Cependant, cette baisse a été contrebalancée par une demande toujours forte sur la partie professionnelle, et une croissance importante des ventes en ligne. Quant au retailer **Target**, il a fait part de résultats très encourageants sur le trimestre : les ventes sont de retour en territoire positif en terme de croissance, notamment dans la partie habillement, en hausse pour la première fois depuis 2021, ainsi que dans la partie beauté. La stratégie adoptée en mai dernier, consistant à réduire les prix de près de 5000 produits, s'est révélée fructueuse auprès des consommateurs. Dans le domaine de la beauté et des cosmétiques, **Estée Lauder** a publié de meilleurs résultats que prévus au cours du trimestre, cependant les prévisions en termes de revenus ont été sévèrement abaissées, en raison de la faiblesse persistante de la demande notamment chinoise et américaine. Dans le secteur des semi-conducteurs, **Analog Devices** a publié des résultats assez positifs malgré la première baisse trimestrielle des commandes automobiles depuis près d'un an. Le management s'attend toujours à une reprise du marché en 2025.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 0,73% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). L'Inde, la Chine et la Corée du Sud se sont distingués, en progressant respectivement de 1,47%, 0,62%, et 0,24%. En revanche, le Mexique, le Brésil et Taïwan ont cédé respectivement 5,17%, 0,67% et 0,12%.

En **Chine**, la production industrielle a augmenté de 5,1% en juillet en glissement annuel et les ventes de détail ont progressé de 2,7% sur l'année, des chiffres globalement conformes aux attentes. Les nouveaux flux du Financement social total (FST) ont été inférieurs aux

anticipations du consensus en juillet. La banque centrale chinoise a laissé le taux préférentiel de prêt (loan prime rate, LPR) inchangé. Le ministère du Logement envisage d'autoriser les collectivités locales à acheter des logements invendus grâce aux revenus des émissions d'obligations spéciales. Les autorités ont doublé le montant des subventions destinées à stimuler les achats d'automobiles et d'appareils électroménagers et ont également dévoilé un plan d'action visant à promouvoir un renouvellement massif des équipements dans le secteur de l'énergie. Le géant du secteur des véhicules électriques **BYD** a annoncé vouloir ouvrir une usine de production au Pakistan. **Alibaba** a confirmé que le principal lieu de cotation de son titre serait à Hong Kong et qu'il pourrait être négocié sur le segment « Southbound » à partir du 9 septembre. **Walmart** a vendu sa participation dans **JD.com** pour se recentrer sur ses propres activités en Chine. Les résultats de **Baidu** au deuxième trimestre ont été inférieurs aux prévisions, tout comme ceux de **Netease** en raison de la faiblesse des activités de jeux et autres. **Bilibili** a réalisé un très bon trimestre, avec des résultats supérieurs aux attentes. **PingAn** a également publié des résultats supérieurs aux prévisions, les nouvelles activités ayant compensé la diminution des performances de la gestion d'actifs. **PopMart** a annoncé des résultats solides grâce à une demande soutenue en Chine et sur ses marchés à l'étranger.

À **Taïwan**, les commandes à l'exportation ont augmenté de 4,8% en juillet en glissement annuel, dépassant les attentes du consensus (2,7%). La production industrielle a augmenté de 12,3% en juillet en glissement annuel, un niveau conforme aux attentes. **TSMC** a commencé à construire sa première usine de fabrication de puces de 12 nm en Europe.

En **Corée**, la banque centrale a maintenu le taux directeur inchangé, à 3,5%. L'IPP (indice des prix à la production) de juillet a augmenté de 2,6% en glissement annuel, un rythme légèrement supérieur aux attentes. Les exportations sur les 20 premiers jours d'août ont progressé de 18,5%, conformément aux attentes. **Samsung Electronics** envisage de construire une usine d'emballage de puces au Vietnam.

En **Inde**, le secteur des fonds d'investissement a enregistré une collecte sans précédent auprès de nouveaux investisseurs en juillet. Le ministère des Chemins de fer a approuvé des projets ferroviaires et de métro d'une valeur de 554 milliards de roupies. L'autorité de régulation des marchés de capitaux a proposé de simplifier la procédure d'émission de droits, ce qui permettra d'accélérer les levées de fonds. **JSW Cement** a déposé son document d'offre (DRHP) en vue de s'introduire en bourse, pour un montant de 476,7 millions de dollars. **Zomato** a annoncé l'acquisition des activités de billetterie et d'événementiel de **Paytm**. Le fournisseur américain de solutions énergétiques **Chevron** va investir un milliard de dollars en Inde. **Hon Hai** travaille à la création d'une unité de stockage d'énergie par batterie en Inde.

Au **Brésil**, le Sénat fédéral a adopté le projet de loi qui garantit l'allègement des charges sociales dans 17 secteurs de l'économie, ainsi que des mesures de compensation des exonérations fiscales. **Vibra** a accéléré l'acquisition de la participation restante de 50% dans **Comerc**.

Au **Mexique**, le PIB du deuxième trimestre a augmenté de 2,2% en glissement annuel, contre une hausse attendue de 2,1%. Les ventes de détail ont augmenté de 0,2% en variation mensuelle au mois de juin, un niveau supérieur aux attentes (-0,5%). Les élections des juges devraient débiter en 2025 dans le cadre d'une réforme.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Retour à un environnement de faible volatilité, et à un marché du crédit qui tend au resserrement progressif, jour après jour. Les taux, comme l'indice iTraxx Crossover, sont restés relativement stables sur la semaine, et le cash a légèrement performé, l'Investment grade et le High Yield délivrant des performances respectives de 0,15% et 0,24%. Les CoCos bancaires affichent une performance similaire au High Yield, à 0,25% avec un léger resserrement de spreads. Si les émissions primaires restent rares pour les entreprises non-financières, mois d'août oblige, nous avons néanmoins observé une recrudescence des opérations de financement sur les financières. De nombreuses émissions senior ont été enregistrées mais aussi trois émissions de dettes subordonnées (Tier 2) réalisées par **ING**, **BNP** et **BBVA**, toutes en euro, pour un total de 3,5 Md€ émis. La saison des résultats touchant à sa fin, tout comme le mois d'août, le marché primaire devrait commencer à s'emballer la semaine prochaine.

Achévé de rédiger le 23/08/2024

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