



FLASH MARCHÉS : LES BANQUES CENTRALES DURCISSENT LE TON

- *Les banquiers centraux ont réaffirmé leur détermination à casser l'inflation et opter pour des taux plus élevés plus longtemps*
- *L'activité mondiale ralentit comme l'indiquent les indices d'activité PMI mondiaux*
- *Nous sommes négatifs sur les actions tout en favorisant la Chine et restons prudents sur la duration*

On franchit une nouvelle étape dans la crise énergétique européenne avec l'envolée des prix du gaz et de l'électricité. Le contrat de gaz à échéance décembre vaut 60% de plus que son pic atteint lors du déclenchement de la guerre en Ukraine. Le flux d'importation de gaz russe via le gazoduc Nord Stream est toujours limité à 20% de ses capacités, et il est même prévu une nouvelle interruption de 3 jours pour une maintenance supplémentaire.

Ainsi, les perspectives d'inflation se dégradent en Europe, et les anticipations d'inflation à 2-3 ans progressent d'environ 100 points de base au mois d'août. Les taux d'intérêt européens remontent plus vite que leurs homologues américains, alors que l'euro repasse sous la parité face au dollar.

La généralisation des politiques de bouclier tarifaire entretient l'inflation par une hausse des déficits et une baisse de la devise, et la fragilité de l'Italie à l'approche des élections complique la tâche de la BCE qui ne souhaite pas provoquer une récession sévère. Néanmoins, une telle corrélation entre taux et change traduit la défiance des investisseurs vis-à-vis de l'économie européenne et un risque de désenclavement inflationniste.

Avec une inflation à 2 chiffres qui se généralise, un marché de l'emploi robuste, des conditions financières qui s'améliorent à rebours du resserrement monétaire, des chiffres économiques qui baissent lentement mais des indicateurs avancés (soft data) en chute libre, les banquiers centraux ont réaffirmé leur détermination à casser l'inflation et opter pour des taux plus élevés plus longtemps lors du symposium de Jackson Hole.

La Fed comme la BCE en font une priorité absolue, même si cela doit s'accompagner d'une récession. C'est pourquoi les marchés actions ont fortement baissé depuis.

Par ailleurs, l'activité mondiale ralentit comme l'indiquent les indices d'activité PMI mondiaux. Aux Etats-Unis, l'indice composite PMI chute à 45, soit son plus bas niveau depuis 2009 si l'on exclut la période Covid. En Europe, en Australie et au Japon, la situation est similaire avec des indices en dessous de 50, impliquant une future contraction de l'économie.

En Chine, l'économie tourne encore au ralenti, conséquence des confinements à répétition et du secteur immobilier en crise. Le consommateur reste méfiant en dépit des mesures de soutien telles que la baisse récente des taux d'emprunt sur le marché monétaire et hypothécaire. Néanmoins, la volonté politique est si forte que les prochaines mesures de soutien devraient favoriser un rebond des actions chinoises.

Dans cet environnement, nous sommes négatifs sur les actions tout en favorisant la Chine au détriment des autres zones géographiques, notamment l'Europe. Nous restons prudents sur la durée, avec une préférence pour les parties courtes américaines.

ACTIONS EUROPÉENNES

Après un rebond relatif au cours de la première moitié d'août, les indices actions européens ont fini la semaine entre -2% et -3%. Cette baisse est à attribuer à plusieurs facteurs macro-économiques venant mettre à mal les scénarios les plus optimistes. Ce sont en effet plusieurs records de mauvais augure sur les prix de l'énergie qui viennent ponctuer la semaine avec des prix de l'électricité culminant à 1100€/MWh et les prix du gaz en Europe s'élevant et se maintenant à plus de 300€/MWh. Pour donner un ordre d'idée quant à la situation, les prix sont respectivement plus de 140 et 15 fois plus élevés que leurs niveaux normatifs à cette période de l'année. Les raisons de ces hausses récentes sont multiples : la sécheresse importante qui pénalise les barrages hydrauliques, la faible activité du parc nucléaire français, l'arrêt momentanée de Nord Stream 1 (qui laisse présager que ces arrêts pourraient se reproduire...).

Dans le même temps, les indicateurs PMI du mois d'août en zone euro n'ont pas rassuré. Pour les services, l'indicateur français déçoit très nettement, en dépit de la période estivale (51 contre 53 attendu et 53,2 en juillet), emportant alors l'indice PMI composite en territoire de contraction, une première depuis mars 2021 (49,8 contre 51 attendu et 51,7 en juillet). Du côté de l'industrie, les indices PMI restent en territoire de contraction, signalant qu'un changement de tendance pour l'activité manufacturière reste peu probable à ce stade, avec des nouvelles commandes encore mal orientées et des coûts de production qui restent portés par la hausse de l'énergie.

Du côté microéconomique, après une saison des résultats globalement positive, nous pouvons souligner le blocage des prix décidé par **Carrefour** sur 100 produits. A l'image de son concurrent E. Leclerc il y a quelques semaines, l'enseigne de grande distribution a annoncé le gel du prix d'articles considérés comme « essentiels » jusqu'au 30 novembre prochain. Dans le secteur de la construction, le groupe **CRH** revoit à la hausse ses perspectives, mettant en avant sa capacité à passer d'importantes hausses de prix afin de faire face à la progression de ses coûts, tout en préservant ses volumes de vente. Les projets de construction résidentielle sont en ralentissement en Europe, sans que la situation ne soit « dramatique ». Dans le secteur industriel, **Schneider** a confirmé par un communiqué envisager sérieusement une offre sur l'ensemble du capital d'Aveva. Enfin, dans le secteur de la santé, la biotech **Valneva** a annoncé que l'OMS avait émis des recommandations provisoires pour l'utilisation de son vaccin contre le Covid-19.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains ont corrigé la semaine dernière, dans l'attente, puis suite à l'intervention du Président de la Réserve Fédérale américaine. Le Dow Jones perdait ainsi 4.22%, 4.04% pour le S&P 500 et 4.44% pour le Nasdaq.

L'intervention de Jerome Powell aura tenu en haleine les marchés toute la semaine. Finalement, le président de la Fed a été très clair sur la nécessité de resserrer la politique monétaire. Le constat est qu'il y a un excès de demande par rapport à l'offre dans l'économie américaine, en particulier sur le marché du travail, et le retour à une inflation à 2%

nécessite de mieux équilibrer la demande et l'offre. La politique monétaire doit être restrictive, ce qui causera des difficultés aux ménages et aux entreprises.

Il a mentionné quelques leçons de l'épisode de la "Grande Inflation" des années 1970. D'une part, les banques centrales sont les principales responsables de la maîtrise de l'inflation, même si celle-ci est en partie due à l'offre. Aussi, que la principale erreur de la Fed dans les années 1970 est d'avoir laissé les attentes augmenter de plus en plus. Et enfin, que les banques centrales ne devraient pas permettre une longue période d'inflation élevée. D'autre part, d'autres membres de la Fed, James Bullard et Esther George, sont venus confirmer ce discours hawkish.

De son côté, Joe Biden a annoncé une annulation partielle de la dette étudiante (de 10 à 20,000 \$ et uniquement pour les emprunteurs avec un salaire inférieur à 125,000 \$). Cette annonce est aussi accompagnée de deux autres mesures visant à rendre le poids de la dette des ménages plus léger. Les prix de ventes de logements aux Etats-Unis ont baissé de 0.77% sur un mois en juillet, la première baisse en près de 3 ans et la plus forte baisse mensuelle depuis janvier 2011.

Du côté des entreprises, **Nvidia** était pénalisée après-marché par la baisse de ses prévisions de ventes T3 à \$5.9Mds (cs \$6.9Mds), citant une baisse de la demande de PC. **Nordstrom** (-20%) a abaissé sa prévision de croissance de revenus pour l'année à +5/7% vs +6/8% précédemment, ainsi que sa prévision de BPA (bénéfice par action) à 2.30-2.60\$ vs 3.20-3.50\$ précédemment. **Macy's** perdait aussi -3.9% dans son sillage. *Profit warning* de **Zoom** (-8% en after hours soit -55% depuis janvier) avec des BPA révisés à 3.66-3.69\$ vs 3.70-3.77\$ précédemment. Warren Buffet, à 82 ans, reçoit le feu vert des autorités (FERC) pour monter de 20% à 50% dans **Occidental Petroleum** (+146% depuis le début de l'année).

ACTIONS JAPONAISES

Le discours prononcé par le président de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell à l'occasion du symposium économique de Jackson Hole a clairement confirmé la position de la Fed selon laquelle l'institution s'attachera en priorité à freiner l'inflation élevée sans éviter le ralentissement de l'économie américaine. En Europe, où le niveau de l'inflation reste toujours élevé, le risque de pénurie de gaz à l'approche de l'hiver se fait de plus en plus pressant. En Chine, la politique « zéro Covid » en vigueur risque encore de peser sur l'économie du pays.

En revanche, au Japon,

- (1) **L'inflation est pour le moment maîtrisée** (l'indice des prix à la consommation sous-jacent s'établissait à +2.4% sur un an en juillet 2022).
- (2) Le gouvernement est stable, soutenu par une majorité aux deux chambres du Parlement et par une cote de popularité élevée du Cabinet.
- (3) Le pays devrait continuer à tirer parti de la normalisation de l'économie, alors que les mesures de restriction des déplacements pour cause de Covid-19 ont déjà été levées.
- (4) **La dépréciation du yen par rapport au dollar américain** est vouée à se poursuivre, en raison notamment du creusement de l'écart de taux d'intérêt entre les deux pays, ce qui sera favorable aux prévisions et aux résultats financiers des entreprises japonaises.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a légèrement progressé, de 0.55%, la semaine dernière (cours de vendredi à la clôture). Le Brésil a surperformé les autres régions (+3.4% en USD), tandis que la Chine a rebondi de 3% suite à l'annonce de l'accord entre la Commission chinoise de réglementation des valeurs mobilières et le Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) concernant l'audit des ADR. Taïwan et l'Inde ont en revanche reculé de 1.9% et 1.1%, respectivement.

En **Chine**, la Banque centrale a abaissé les taux d'emprunt de référence à 1 an et 5 ans de 5 et 15 points de base respectivement, réduisant ainsi le taux des prêts immobiliers. Le Premier ministre chinois Li Keqiang a annoncé la mise en œuvre de 19 mesures de soutien économique, y compris 300 milliards de yuans supplémentaires dans la politique et le développement relatifs aux instruments financiers. La Commission chinoise de réglementation des valeurs mobilières et le PCAOB sont parvenus à un accord concernant l'audit des ADR chinois. Le gouvernement prévoit de prolonger les avantages fiscaux sur l'achat de véhicules électriques jusqu'à fin 2023 et d'accélérer la construction de bornes de recharge pour véhicules électriques. La pénurie d'électricité dans la province du Sichuan s'est atténuée et a eu un impact limité sur la production industrielle du pays sur l'année.

Du côté des entreprises, **JD.com** a rendu compte de bénéfices supérieurs aux attentes au deuxième trimestre, suite à la mise en œuvre de sa stratégie de réduction des coûts.

Meituan a de nouveau enregistré des bénéfices largement supérieurs aux estimations durant le trimestre, alors que ses prévisions pour l'exercice restent inchangées à la faveur de la forte reprise observée en juillet et en août. **Longi** a publié des résultats conformes aux prévisions. La progression de ses résultats trimestriels est à mettre au compte d'une hausse de la production de cellules et modules solaires. **CATL** a fait état d'un redressement de ses bénéfices au deuxième trimestre, à la faveur de solides ventes de véhicules électriques et d'une amélioration séquentielle de ses marges, avec une capacité accrue à répercuter les coûts. **FlatGlass** a fait part de résultats conformes aux attentes. Ses dirigeants restent par ailleurs optimistes à l'égard des perspectives de la demande pour le second semestre 2022 et anticipent une augmentation des commandes en aval. **PingAn** a enregistré un résultat opérationnel légèrement supérieur aux prévisions des analystes, grâce notamment à PingAn Life. Par ailleurs, la baisse de la valeur des nouvelles activités a ralenti au cours du deuxième trimestre. **AIA** a annoncé des résultats conformes aux attentes, alors que les réunions en présentiel commençaient à reprendre. Dans le segment des fabricants de vêtements de sport, **Anta** et **Xtep** ont affiché des résultats supérieurs aux prévisions. L'amélioration séquentielle observée en juillet et en août a constitué un signe encourageant. **Mengniu** a rendu compte de résultats meilleurs que prévu au premier semestre 2022, les prévisions pour l'exercice restant inchangées.

À **Taïwan**, les exportations ont diminué de 1.9% sur un an en juillet, en raison notamment d'une baisse de plus de 20% des commandes en provenance de Chine et de Hong Kong, alors que les analystes tablaient sur une progression de 6.2%.

En **Corée du Sud**, la banque centrale a de nouveau relevé son taux directeur de 25 points de base à 2.50%, après une hausse inédite de 50 points de base en juillet, et a revu à la hausse ses anticipations d'inflation pour 2022 et 2023 à 5.2% et 3.7% respectivement (contre 4.5% et 2.9% en mai). Elle a également abaissé ses prévisions de croissance à 2.6% et 2.1% en 2022 et 2023 (contre 2.7% et 2.4% en mai).

En **Inde**, le secteur des pièces automobiles a enregistré un excédent commercial de 700 millions de dollars américains en 2021-2022, soit le plus élevé pour un exercice, alors que les principaux constructeurs mondiaux se lancent dans une stratégie « China Plus One » afin de réduire le risque lié aux chaînes d'approvisionnement dans le sillage de la pandémie de Covid-19. Une tendance similaire sera observée dans le secteur des smartphones, Apple ayant décidé de commencer la production de ses iPhone 14 en Inde deux mois après sa sortie initiale, réduisant ainsi le délai habituel de 6-9 mois. **Adani Group** a soumis une offre de rachat hostile de **NDTV**, l'une des plus anciennes sociétés de médias du pays.

À **Singapour**, **Singapore Telecom** a annoncé la vente prochaine d'une participation de 3.3% dans **Bharti Airtel** pour un montant de 2,25 milliards de dollars américains.

En **Indonésie**, la banque centrale a contre toute attente relevé ses taux d'intérêt de 25 points de base à 3.75%.

Au **Brésil**, le taux d'inflation de l'IPCA-15 a reculé de 0.73%, tandis que l'inflation annuelle a ralenti à 9.6% sur un an. Les entreprises brésiliennes ont publié de solides résultats, à la faveur d'une croissance honorable de leur chiffre d'affaires et de leurs bénéfices ainsi que d'une capacité accrue à répercuter la hausse des prix.

L'**OPEP+** a déclaré qu'une baisse de la production de pétrole était envisageable si l'Iran parvenait à trouver un accord avec les États-Unis pour augmenter l'approvisionnement en pétrole.

La **Russie** a entamé des discussions avec plusieurs pays asiatiques en vue de signer des contrats de vente de pétrole à des prix largement revus à la baisse.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

L'aversion au risque a grimpé en flèche la semaine dernière en marge du discours de Jerome Powell lors du symposium de Jackson Hole. Les investisseurs ont en effet enregistré le ton belliciste du discours de la Réserve fédérale qui continue de faire de la lutte contre l'inflation sa principale priorité. Ainsi, au cours de la semaine, les primes de risque se sont écartées de +35 points de base sur l'indice Xover et de +10 points de base sur l'indice Main alors que les taux longs ont accéléré de +7 points de base aux États-Unis et de +16 points de base en zone euro. Les performances des indices haut rendement et Investment Grade sont ainsi ressorties négatives au cours de la semaine à respectivement -0.79% et -0.96%.

Le marché primaire du crédit haut rendement est resté fermé durant la semaine. Toutefois, le gisement a enregistré les dernières publications à fin du deuxième trimestre. Ce fut le cas notamment de la compagnie aérienne portugaise **TAP Portugal** dont le chiffre d'affaires au deuxième trimestre est revenu sur les niveaux de 2019 à €831Mn. En dépit de l'inflation sur le cours des matières premières, l'EBITDA est ressorti en territoire positif à €157mn. Enfin, notons que le groupe a réduit ses pertes de 36% sur un an et doit encore recevoir €990Mn d'aides apportées par l'Etat portugais, conformément au plan de restructuration approuvé par la Commission européenne en décembre 2021.

Notons également les résultats de **Modulaire Group** qui se sont inscrits en hausse de 21% sur un an à €419Mn pour le deuxième trimestre. Le résultat net reste cependant en territoire négatif à -€38Mn consécutivement au poids des charges financières liées au LBO.

Sur le front des financières, la semaine fut encore calme. La banque chypriote **Bank of Cyprus** aurait été approchée à plusieurs reprises par le fonds de private equity Lone Star sans succès et l'assureur vie britannique **Rothsay** a vu sa notation rehaussée par Moody's (de A3 à A2). Malgré la détérioration des conditions de marché (spreads CoCo \$ et CoCo € à respectivement +26 et +54 points de base), le marché primaire est resté dynamique avec entre autres une émission Tier 2 de **Rabobank** ainsi que des émissions de senior non-préférées provenant de **BNP** et **Deutsche Bank**.

CONVERTIBLES

Après une bonne dynamique d'émissions en août, le marché primaire des obligations convertibles est resté en berne la semaine dernière, alors que l'attention des investisseurs s'est focalisée sur la réunion annuelle de la Réserve fédérale américaine à Jackson Hole. Côté actualité, notons que **Palo Alto Networks** a délivré un deuxième trimestre de très bonne facture avec une croissance de son chiffre d'affaires de +27% sur un an à \$2.69Mds. La profitabilité du groupe de cyber sécurité est ressortie également nettement au-dessus du consensus à \$2.39 par action. Enfin, soulignons que les rumeurs de M&A continuent d'alimenter le segment du gaming puisque le géant **Amazon** serait sur le point de racheter l'éditeur **Electronic Arts**, profitant à l'éditeur français **Ubisoft** qui reste l'un des derniers acteurs indépendants du secteur et qui pourrait susciter l'intérêt de plusieurs géants, notamment de son actionnaire minoritaire Tencent.

Achévé de rédiger le 29 août 2022

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

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