



FLASH MARCHÉS : LA CHINE SUSCITE L'INQUIÉTUDE

- *Les mauvaises nouvelles économiques en provenance de Chine se multiplient et l'inquiétude se renforce sur le marché immobilier chinois.*
- *Les minutes de la réunion de juillet de la Fed publiées mercredi soir ont poussé les taux à la hausse. Les membres de la banque centrale ont débattu des effets retard du cycle de hausse des taux sur l'économie afin de déterminer si la politique monétaire est suffisamment restrictive.*
- *Nous avons globalement une certaine prudence sur les actifs risqués et conservons notre vue positive sur la duration.*

Les actifs risqués sont en baisse depuis le début du mois d'août. La semaine du 15 août, au cours de laquelle la liquidité est traditionnellement faible, n'a fait qu'accentuer ce mouvement alors que les taux d'intérêt sont revenus sur leurs points hauts et l'inquiétude se renforce sur le marché immobilier chinois.

En effet, le groupe immobilier Country Garden n'a pas payé les coupons de deux obligations en dollar faisant craindre un défaut au mois de septembre. De plus, les ventes au détail et la production industrielle chinoise pour le mois de juillet ont été publiées en-dessous des attentes montrant ainsi la faiblesse de l'économie. Dans ce contexte, la Banque centrale chinoise a baissé ses taux d'intérêt, mais cela n'a pas suffi à rassurer les investisseurs.

Aux Etats-Unis, en revanche, les ventes au détail sont largement au-dessus des attentes, progressant de 0,7% en juillet contre 0,4% attendu. Les indicateurs avancés ont donné des signaux contradictoires : l'Empire Manufacturing de New York a fortement baissé alors que l'indice d'activité de Philadelphia était, lui, en hausse notable. Les *minutes* de la réunion de juillet de la Fed publiées mercredi soir ont poussé les taux à la hausse. Les membres de la banque centrale ont débattu des effets retard du cycle de hausse des taux sur l'économie afin de déterminer si la politique monétaire est suffisamment restrictive. Ils pensent toujours que l'inflation est à un niveau trop élevé, ce qui a entraîné les taux d'intérêt à la hausse, le taux à 10 ans américain dépassant brièvement les 4,3%.

Nous avons globalement une certaine prudence sur les actifs risqués. Le mouvement sur les taux, amplifié par le manque de liquidité du mois d'août, nous paraît excessif et nous conservons notre vue positive sur la duration.

ACTIONS EUROPÉENNES

Après la déferlante des résultats semestriels, la semaine aura été la plus calme de l'année, mais pas sans activité du côté des entreprises : à commencer par du M&A, avec l'intérêt d'ADNOC pour **Covestro** qui ne se dément pas. Après une première approche au printemps, ADNOC revient avec un prix amélioré de 20%, afin de susciter plus d'intérêt de la part du management du chimiste allemand. Nous avons également assisté à l'entrée surprise d'Exor

(famille Agnelli) au capital de **Philips**, dans le cadre d'un partenariat de long terme, après la forte baisse du cours depuis 2 ans, suite au problème de rappel d'un de leurs produits.

Côté résultats, peu de publications, mais le spécialiste des paiements **Adyen**, ancienne star de la cote européenne, a perdu 45% au cours de la semaine, suite à des résultats mitigés, remettant en cause le statut de valeur de très forte croissance du titre. On notera également la publication du spécialiste des matériaux de construction **Wienerberger**, qui alerte sur un très fort ralentissement des constructions résidentielles, notamment en Europe de l'Est. Enfin, le gouvernement italien se débat toujours pour produire une version définitive et acceptable de sa taxe bancaire.

ACTIONS AMÉRICAINES

Le marché des actions américaines a poursuivi son repli au cours de la semaine, affecté par la poursuite de la remontée des taux longs américains et la multiplication des mauvaises nouvelles économiques venues de Chine.

En juillet, les ventes de détail ont à nouveau surpris à la hausse, à +0,7%, reflétant une vigueur persistante du consommateur américain. Même si ces chiffres ont profité de l'Amazon Prime Day de juillet, ils illustrent une très bonne tenue des catégories discrétionnaires comme l'habillement, les articles de sport et les restaurants. Désormais, les estimations de la Fed d'Atlanta pour le trimestre en cours s'élèvent à 5% en rythme annualisé. Au niveau de la Fed, les minutes publiées en milieu de semaine révèlent le débat intense au sein de ses membres avec des « risques significatifs pour l'inflation » pouvant nécessiter une nouvelle hausse de taux. Le comité ne ferme pas la porte à un nouveau resserrement.

Dans un contexte estival avec moins d'intervenants, donc une liquidité amoindrie, la volatilité sur certains titres s'est accrue. Les valeurs de l'assurance santé ont fortement corrigé, affectées par des pertes de contrats et des interrogations sur leur business model (**CVS, Cigna, United Health**).

La semaine a été ponctuée par les publications de résultats des principales chaînes de distribution (**Home Depot, Walmart et Target**). Les informations à retenir ont été la poursuite de la normalisation des inventaires, le léger retour des dépenses sur des « big ticket items » et la poursuite des prises de parts de marché pour Walmart .

Au sein du secteur de la technologie, **Cisco** a publié des résultats rassurants ne laissant pas entrevoir de ralentissement de son activité. Le carnet de commandes n'a que légèrement faibli par rapport à l'année dernière mais connu une accélération par rapport au trimestre précédent (+30%).

Dans le secteur automobile, le principal syndicat UAW autorisera des grèves chez les 3 constructeurs la semaine à venir si aucun accord n'est trouvé. Une grève semble inévitable face aux conditions de hausses de salaires fixées par le syndicat, une hausse de 40% sur quatre ans dont 20% cette année. La production pourrait être affectée significativement au quatrième trimestre.

ACTIONS JAPONAISES

Le NIKKEI 225 et le TOPIX ont reculé de 1,80% et 1,29% respectivement, les marchés boursiers japonais souffrant, pour l'essentiel, des inquiétudes suscitées par 1) la poursuite des hausses de taux aux États-Unis et 2) la détérioration de l'économie chinoise.

Le secteur minier a progressé de 6,61% grâce à **Inpex Corp**, une entreprise spécialisée dans l'exploration et le développement du pétrole et du gaz naturel, dont le cours a fortement augmenté après la publication de prévisions de bénéfices pour l'exercice 2023 supérieures aux attentes du marché et l'annonce d'un plan de rachat d'actions. Le secteur de la construction a gagné 0,86%, certains investisseurs motivés par la faiblesse de l'économie chinoise ayant transféré leurs positions en actions orientées export vers des actions axées sur la demande intérieure. Le secteur de l'assurance a enregistré une hausse de 0,69%, celui-ci étant considéré comme bénéficiaire de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. En revanche, le secteur des instruments de précision a perdu 7,72%, plombé par **Olympus Corp**, un fabricant d'endoscopes et d'équipements thérapeutiques, après l'annonce de résultats nettement inférieurs au consensus pour le premier trimestre 2023. La sidérurgie et le commerce de gros ont perdu respectivement 3,46% et 3,39%, en raison de prises de bénéfices sur les principaux titres de ces secteurs, à mesure que le marché perdait son appétit pour le risque.

Japan Post Holdings Co., une société spécialisée dans les services postaux et financiers, a progressé de 5,01%, après l'annonce d'un plan de rachat d'actions à grande échelle. Le fabricant de voitures **Subaru Corp.** a gagné 3,49%, le marché estimant que la baisse du yen lui est favorable. **Fujifilm Holdings Corp.**, spécialisé dans la photographie, les soins médicaux, les matériaux d'affichage à cristaux liquides et les photocopieuses, a signé une hausse de 3,22%, le titre attirant les investisseurs après la publication d'un bénéfice d'exploitation supérieur aux attentes du marché pour le premier trimestre 2023. Pendant ce temps, **Olympus Corp.** perdait 17,97% pour les raisons exposées ci-dessus. **M3, Inc.**, fournisseur de plateformes de soins de santé, a chuté de 8,54%, suivant la tendance générale des grandes capitalisations de croissance. Le fabricant de matériel médical **Terumo Corp.** a reculé de 7,18% en raison de la dégradation de l'économie chinoise, le marché chinois étant l'un de ses principaux débouchés.

Sur le marché des changes, la parité USD/JPY s'est renforcée, passant du pic de 143 au pic de 145 et s'aventurant même au-dessus de 146 yens dans l'anticipation d'une nouvelle hausse de taux d'intérêt aux États-Unis.

MARCHÉS EMERGENTS

Le MSCI EM a cédé 2,34% entre lundi et jeudi ; l'Inde a surperformé l'indice avec une baisse de 0,55%, tandis que le Brésil, la Chine et la Corée ont le plus fortement corrigé avec des baisses respectives de 4,37%, 3,33% et 3,1%.

Les données macroéconomiques en provenance de Chine ont continué à révéler un été plus faible que prévu en juillet : les ventes au détail ont ralenti pour ne progresser que de 2,5% en glissement annuel, contre un consensus de marché qui anticipait une hausse de 4% et un niveau de 3,1% le mois précédent. La croissance de la production industrielle a également ralenti, passant de 4,4% en juin à 3,7% en juillet. Alors que la Chine tombe officiellement en déflation avec un IPC en recul de 0,3% en juin, le seul point positif est le rebond à 54,1 en juillet du PMI Caixin des services. Les inquiétudes en matière de crédit sont revenues à la Une, puisque **Country Garden**, l'un des plus grands promoteurs immobiliers privés de Chine,

cherche à prolonger une obligation arrivant à échéance début septembre et que **Zhongzhi Trust** a ravivé les craintes concernant le secteur de l'intermédiation financière non bancaire en Chine après avoir fait défaut sur plusieurs produits à haut rendement exposés aux promoteurs immobiliers. Plusieurs villes de deuxième ou troisième catégorie, telles que Nanchang, Zhengzhou et Xiamen, ont déjà amorcé un assouplissement, voire une stimulation du secteur immobilier, mais l'effet réel sur l'ensemble du pays n'est pas encore perceptible. La Banque populaire de Chine a également abaissé le taux de sa facilité de paiement à moyen terme (MLF) et a défendu le yuan tout en promettant d'optimiser les politiques immobilières et d'assurer une croissance plus stable du crédit. La banque centrale s'attend également à ce que l'indice des prix à la consommation rebondisse à partir du mois d'août. En ce qui concerne les entreprises, les sociétés Internet **Tencent, Alibaba** et **JD** ont toutes annoncé des résultats supérieurs aux attentes grâce à une légère amélioration de la confiance des consommateurs et à des efforts en matière de réduction des coûts. Leurs prévisions restent prudemment optimistes pour le reste de l'année.

Corée : la nouvelle de la baisse des prix de Tesla a entraîné une consolidation de **LG Chem**, tandis qu'**Hynix** a continué à bénéficier de la bonne dynamique de l'IA. La faiblesse des statistiques économiques chinoises a également pesé sur **Samsung Electronics**.

En **Inde**, au premier trimestre 2024, les chiffres d'affaires des entreprises ont dépassé les attentes. La marge d'EBITDA a augmenté de manière significative, tout en restant en phase avec le consensus. La croissance du chiffre d'affaires et du bénéfice net des entreprises, hors secteur pétrolier, a atteint respectivement 11% et 30%, ce qui est supérieur aux attentes. Malgré un ralentissement du chiffre d'affaires en glissement trimestriel, les données sont meilleures que ce que l'on craignait. La consommation discrétionnaire (dont le secteur automobile) a enregistré la meilleure croissance des bénéfices, tandis que les matières premières et les secteurs d'exportation (informatique) ont déçu. L'amélioration des bénéfices a atteint 58% par rapport au trimestre précédent. Après la publication des résultats, les anticipations du consensus sur les bénéfices ont été revues à la hausse. En outre, **Hyundai India** a annoncé l'acquisition d'usines GM, ce qui portera sa capacité de production en Inde à 1 million d'unités d'ici 2025. **Hon Hai** a approuvé un investissement de 400 millions de dollars pour sa nouvelle usine indienne de production d'AirPods pour Apple (production de masse prévue en décembre 2024).

Au **Brésil**, la hausse des rendements aux États-Unis met la barre plus haut pour une accélération du rythme des baisses de taux d'intérêt par la Banque centrale. Il convient de surveiller le vote, la semaine qui s'ouvre, du nouveau cadre budgétaire par la Chambre basse, pendant que les autorités se prononceront sur le projet de loi de finances pour 2024. Malgré des résultats meilleurs que prévu pour **Natura**, grâce à une marge brute plus élevée, le marché a été déçu par l'absence d'objectif clair pour la mise en œuvre de Wave2 au Brésil. Le PDG de la banque **Nubank**, M. Valez, vend une participation de 191 millions de dollars dans l'entreprise.

Au **Chili**, **SQM** a annoncé des résultats médiocres pour le deuxième trimestre 2023. L'EBITDA et le bénéfice net ont été inférieurs de 18% aux prévisions en raison d'une baisse des prix, malgré une reprise des volumes attribuable à la reconstitution des stocks en Chine.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Semaine de mi-août caractérisée par le calme de la période estivale ; aucun marché primaire sur le segment IG ou HY, ni de nouvelles spécifiques concernant les émetteurs. A noter cependant au cours de l'été, SFR et sa maison mère **Altice** ont été un peu secouées sur les marchés en raison de soupçons et allégation de fraudes, mais les cours se sont bien repris suite à la communication de Mr Drahi.

Ce sont davantage les titres macros qui dominent l'actualité avec des données plutôt négatives en provenance de Chine - croissance en berne, immobilier compliqué avec de gros promoteurs en quasi faillite, et yuan qui se déprécie - contrebalancées par un cycle de hausse de taux quasi terminé et une inflation en diminution sensible. Hésitant entre les bonnes et mauvaises nouvelles, les taux sont restés volatiles au cours de la semaine.

Vendredi matin, le 10 ans allemand s'établit à 2,62% après avoir traité à 2,72% la veille. Sur le crédit, les primes se sont légèrement écartées au cours du mois d'août, revenant vers 426 points de base sur le Xover (400 points de base à fin juin) et 440 points de base sur les obligations cash HY après un plus serré autour de 430 points de base courant juillet. De même, sur le segment IG, les primes ont relâché quelques points de base à 152 points de base (146 points de base fin juillet), trend également constaté sur le segment des financières avec les Coco Euro traitant à 820 points de base de primes, s'écartant de 80 points de base environ sur le mois.

Dans ce contexte, les performances de la semaine - à jeudi soir - sont négativement impactées par le mouvement de taux et primes. L'Investment Grade perd -0,37% au cours de la semaine (+2,3% depuis le début de l'année). Concernant le segment du haut rendement, la semaine s'inscrit à -0,27% mais la classe d'actifs reste néanmoins très largement positive depuis le début de l'année avec une performance de +5,3%. 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 4,4% 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

Depuis le début du mois, le marché des convertibles affiche une performance négative en ligne avec le marché actions et compte tenu de l'écartement des crédits et la nouvelle hausse des taux. La valorisation du gisement a légèrement baissé d'environ 0,5% sur toutes les zones géographiques : les zones US et Japon sont valorisées à leurs « fair value » tandis que l'Asie et l'Europe traitent avec une décote de plus de 1%.

Outre les résultats des entreprises, ce mois d'août est marqué par une forte reprise du marché primaire aux Etats-Unis éclipsant le mois de juillet sans émission. A ce jour, nous avons eu 8 émissions primaires aux Etats-Unis en août pour un total de 5 milliards de dollars, ce qui porte le total d'émissions cette année à 31,1 milliards de dollars, dépassant déjà les 29,7 milliards de dollars pour l'ensemble de l'année dernière.

Parmi les émetteurs venus au cours de la semaine, nous mentionnerons le retour d'**Akamai**, la société de logiciels d'infrastructure, pour un montant de 1,1 milliard avec un coupon de 1,125% et une maturité 2029. L'entreprise prépare le refinancement de son échéance 2025. De son côté, la société de logiciels **Workiva** a émis 625 millions de dollars maturité 2028 et un coupon de 1,25% avec une offre de rachat pour 397 millions de dollars de sa convertible 1,125% 2026.

Achévé de rédiger le 18 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