



# FLASH MARCHÉS : DES CHIFFRES INQUIÉTANTS POUR LA SANTÉ DE L'ÉCONOMIE

**Le soutien apporté aux marchés en début de la semaine du 12 août par le Département du Commerce américain a été de courte durée. La moitié des biens en provenance de Chine seront - comme jusqu'à présent - exemptés de taxe douanière jusqu'au 15 décembre 2019 (soit environ 150 milliards de dollars américains contre 300 milliards de dollars américains au total), afin de ne pas pénaliser les ventes des fêtes de fin d'année.**

**Mais cette nouvelle période de répit sur le front de la guerre commerciale a été dépassée par l'accumulation de chiffres inquiétants pour la santé de l'économie mondiale. La croissance allemande au 2<sup>nd</sup> trimestre est ainsi ressortie en baisse de 0,1%, la consommation domestique ne compensant pas les effets du tassement des investissements industriels dans le monde, notamment en Chine.**

**En Argentine, le résultat des élections primaires a surpris et fait craindre un basculement populiste, le Peso baissant de 25% en 3 jours et les obligations perdant 40% de leur valeur.**

**En Chine, la production industrielle a progressé de 4,8% sur un an (en deçà des attentes), mais surtout à son niveau le plus faible depuis 17 ans. Le gouvernement chinois a aussi abaissé à 6% sa prévision de croissance.**

**Enfin, l'attention s'est portée sur la poursuite de la baisse des taux long terme à 10 ans américains, qui ont touché un plus bas niveau depuis novembre 2018 à 1,53%, passant le 14 août 2019 en dessous du niveau des taux à 2 ans. Cette inversion de la courbe des taux est considérée par les économistes comme le symptôme d'une possible entrée en récession de l'économie américaine.**

**Les statistiques publiées jeudi ont néanmoins apporté un signal rassurant. Les ventes au détail se sont inscrites en hausse au mois de juillet 2019. La partie "control group", qui correspond le mieux à l'évolution des dépenses de consommation dans le PIB, a augmenté de 5,1%. Elle retrouve ainsi un rythme d'expansion qui n'avait pas été observé depuis un an. C'est ce dynamisme de la consommation des ménages, du fait de son poids dans l'économie américaine (environ 70% du PIB), qui vient contrebalancer les chiffres de l'industrie, cette dernière étant en quasi-stagnation.**

**L'enjeu pour les marchés est ainsi de juger si l'économie américaine pourra résister à un ralentissement mondial dans le sillage des autres économies majeures comme la Chine et l'Allemagne.**

**Dans ce contexte macro-économique difficile, la prudence reste de mise. Compte tenu des performances engrangées depuis le début de l'année 2019, nous avons dans un premier temps revu nos allocations en actions européennes à la baisse le 2 août dernier, afin de cristalliser des profits. Nous avons cette semaine également traduit cette prudence par une réduction du score accordé aux actions américaines .**

## ACTIONS EUROPÉENNES

Le flux de publications des entreprises pour le 1<sup>er</sup> semestre s'est considérablement tari début août 2019, et particulièrement pendant la semaine du 15 août qui a été probablement la plus calme de l'année. Néanmoins, le contexte reste anxiogène : économiquement, le fond de l'air effraie. Dans cet environnement de crainte de ralentissement cyclique, on ajoutera les incertitudes politiques italiennes, Matteo Salvini poussant pour des nouvelles élections, pas encore acquises au vu des réticences de nombreux partis à voir la Lega accéder totalement au pouvoir. Le Brexit alimente toujours l'inquiétude, sans direction claire à 2 mois et demi de l'échéance prévue, avec la publication de la première baisse trimestrielle du PIB britannique depuis près de 7 ans (-0.2% au 2<sup>nd</sup> trimestre vs 1<sup>er</sup> trimestre ).

Sur la semaine, on note l'annonce du trafic de juillet 2019 pour **Getlink/Eurotunnel**, en baisse marquée (-7% de passagers; -10% camions), confortant la perception d'un coup de frein au Royaume-Uni, et les avertissements sur les profits de **Henkel**, qui réduit ses prévisions annuelles (en cause la Chine et le secteur automobile), de **Schindler** (prévision annuelle faible, inférieure au consensus des analystes), et de l'opérateur télécom allemand **United Internet/Drillisch** qui réduit ses prévisions en raison des investissements lourds dans la 5G. Enfin, **RWE** (qui avait déjà remonté ses prévisions annuelles fin juillet) a publié un bon trimestre, particulièrement grâce à sa division « trading ».

Du côté des fusions-acquisitions, **Freenet**, l'actionnaire principal de l'opérateur télécom suisse **Sunrise**, a annoncé qu'il voterait contre l'augmentation de capital de Sunrise, liée au rachat par Sunrise de la division suisse d'**UPC**.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Les marchés américains ont terminé la semaine sur un net retrait, le **S&P 500** et le **Nasdaq** abandonnant respectivement -2,4% et -2,1% à la clôture du jeudi 15 août 2019. Le sentiment très pessimiste du marché continue à refléter les évolutions du conflit commercial sino-américain et les préoccupations liées à l'inversion de la courbe de taux, ceci est un facteur prédictif de l'imminence d'une récession.

Le 10 ans américain a cédé près de 15 points de base sur la semaine à 1,55% (son plus bas niveau depuis juin 2016) et la courbe 2 ans-10 ans ainsi que les taux réels à 10 ans aux Etats Unis se retrouvent en terrain négatif en même temps pour la première fois dans l'histoire.

Le marché intègre désormais 70 points de base de baisse des taux aux Etats Unis d'ici la fin de l'année. L'évolution des taux sur le long terme laisse entrevoir la possibilité d'un impact très limité des politiques des banques centrales sur la croissance et les attentes d'inflation. Les flux cette semaine semblent avoir été majoritairement dominés par des acteurs systématiques, avec peu de participation de la part des gérants actifs

Au niveau sectoriel, la semaine a été aussi marquée par une dispersion extrême des performances, les secteurs cycliques étant les plus fortement pénalisés : l'énergie (-5%), les matériaux de base (-3,7%) et les financières (-4%) ont sous-performé le reste du marché, les investisseurs privilégiant les secteurs plus défensifs et/ou sensibles à la baisse des taux comme la consommation de base (+0,4%), les services aux collectivités (+0,2%) et l'immobilier coté (-0,3%). Au niveau des entreprises, **Cisco** a cédé près de 12% sur des résultats trimestriels en ligne mais des perspectives plus prudentes sur les 12 prochains mois, alors que la société constate une faiblesse marquée en Chine où les ventes sur le dernier trimestre ont reculé de près de 25%. **Tapestry** (qui détient les marques **Coach** et **Kate Spade**) dans le secteur du prêt à porter a chuté de 30% sur la semaine après des résultats décevants et un abaissement de ses prévisions pour le reste de l'année. **Macy's** a également souffert sur l'annonce de ses résultats (avec un recul de 16% sur la semaine), alors que la société affiche une baisse notable de ses marges et une révision à la baisse de ses bénéfices

pour le reste de l'année 2019. **General Electric** a également été une des plus fortes baisses dans la session de jeudi sur des rumeurs d'irrégularités comptables.

## ACTIONS JAPONAISES

Dans sa première estimation la croissance du PIB japonais au 2<sup>nd</sup> trimestre s'est montrée supérieure aux attentes, à 1,8% en rythme annuel. Cette bonne surprise s'explique par une demande intérieure solide, avec une accélération de 0,6% des dépenses de consommation et de 1,5% des dépenses d'investissement privé, outre des exportations nettes meilleures que prévues (-0,3%). Les bénéfices nets des entreprises japonaises ont diminué de 15% au total au cours du trimestre, avec une baisse de 45% dans le secteur manufacturier et une hausse de 38% dans les secteurs non-manufacturiers. Les secteurs de l'électroménager, de l'automobile et des machines-outils ont subi la plus forte contraction, tandis que ceux de l'information et de la communication se sont classés tout en haut du palmarès.

Suite à la correction des marchés américains induite par les craintes que l'inversion de la courbe des taux ne soit le signe avant-coureur d'une récession, les actions japonaises ont elles aussi dévié. Le **TOPIX** a clôturé la semaine sur un repli de 1,33%. Face aux craintes entourant le ralentissement de l'économie mondiale et la baisse des taux d'intérêt, les secteurs économiquement sensibles tels que le pétrole, le charbon, le fer et l'acier ainsi que les banques et les compagnies d'assurance sensibles à l'évolution des taux d'intérêt ont sous-performé. À l'inverse, le secteur des produits textiles a gagné du terrain, impulsé par le fabricant de fibre de carbone **TORAY** qui a clôturé la période en hausse de 4,11%.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

Les marchés émergents se sont fortement repliés cette semaine du fait des craintes entourant l'économie mondiale, mais ont toutefois bénéficié d'un certain répit suite au ton plus conciliant du président Donald Trump dans la guerre commerciale et aux éventuelles mesures que Pékin pourrait prendre pour stimuler l'économie chinoise dans le sillage d'indicateurs conjoncturels décevants. La Chine a ainsi enregistré la plus faible croissance de sa production industrielle depuis 2002 et une forte contraction des ventes de détail pour le mois de juillet. Le ralentissement cyclique et les tensions commerciales ajoutant aux arguments en faveur de nouvelles mesures de relance. La production industrielle a augmenté de 4,8% sur un an, soit le rythme le plus faible depuis 2002. Les ventes au détail ont progressé de 7,6% et la croissance des investissements a ralenti à 5,7% au cours des sept premiers mois de l'année. Bien que des effets saisonniers aient probablement contribué à la détérioration des données, toutes les statistiques sont ressorties inférieures aux prévisions des économistes. L'indice chinois des prix à la production a chuté de 0,3% en juillet après 0% en juin, sa première baisse sur un an depuis septembre 2016, laissant penser que le secteur industriel pourrait être en train de basculer dans la déflation. Les ventes au détail en juillet ont augmenté de 7,6% sur un an contre une prévision de 8,6% et une hausse de 9,8% le mois précédent. L'actualité sur le front politique a une nouvelle fois occupé le devant de la scène et s'est concentrée sur les manifestations à Hong Kong après l'annulation lundi 12 août de tous les vols vers et hors de la péninsule suite à l'occupation de l'aéroport par les manifestants.

Concernant le différend commercial sino-américain, le président Donald Trump a annoncé sa décision de reporter la hausse des droits de douane sur certaines marchandises à la mi-décembre, et les deux pays ont confirmé leur intention de mener des négociations par téléphone ces deux prochaines semaines.

Sur le front des entreprises, les résultats publiés par les sociétés chinoises **Sunny Optical**, **JD.com** et **Alibaba** ont été meilleurs qu'attendus. Sunny Optical a bénéficié d'une forte

demande de smartphones, tandis que JD.com et Alibaba ont fait part d'une hausse de leurs marges et d'une solide croissance de leur chiffre d'affaires. La croissance du chiffre d'affaires de **Tencent** a déçu du fait d'un tassement dans la publicité en ligne et dans le domaine de la Fintech et des services aux entreprises, mais ses profits ont dépassé les prévisions grâce à la maîtrise des dépenses d'exploitation. **Moutai** a rassuré les investisseurs en annonçant l'introduction d'un plafond annuel sur ses transactions avec sa maison-mère.

En **Inde**, la croissance de la production industrielle en juin a ralenti à 2% sur un an contre 4,6% en mai 2019, confirmant le ralentissement de l'économie indienne, les ventes d'automobiles ayant par ailleurs chuté pour le 9ème mois d'affilée. **Reliance Industries** a annoncé lors de son assemblée générale annuelle qu'elle vendra une participation de 20% de ses activités de raffinage et de chimie à **Saudi Aramco** pour 15 milliards de dollars, dans le cadre d'un effort pour réduire l'effet de levier.

En **Amérique latine**, le marché actions argentin a plongé de 50% en dollar américain après la défaite du président Macri aux élections primaires contre le candidat d'opposition Alberto Fernandez par un écart plus important qu'attendu (15% contre 5% prévu par le consensus). Les marchés craignent le retour de politiques protectionnistes inspirées par la gauche. Dans le sillage du résultat des primaires, Mauricio Macri a lancé un plan de relance de la consommation, avec une hausse du salaire minimum et un gel du prix des carburants. Les élections présidentielles devraient se tenir le 27 octobre 2019.

Au **Brésil**, le projet de loi dit de « liberté économique » du gouvernement visant à réduire la bureaucratie pour les entreprises a été voté par la chambre basse. Du côté des entreprises, **Natura** a rendu compte de résultats solides grâce à la croissance des ventes au Brésil et au net redressement de sa ligne BodyShop. **PagSeguro** a fait part de bons résultats, avec une hausse de 45% du chiffre d'affaires sur un an, un accroissement du nombre d'annonces et une progression de 42% du bénéfice net en glissement annuel. Bien que **Stone** ait déçu en raison de l'intensification de la concurrence dans le segment des PME, ses résultats nets ont néanmoins augmenté de 68% sur un an et son bénéfice net de 33%. **Hapvida** (hôpitaux) a rendu compte de résultats meilleurs que prévu. Le chiffre d'affaires a augmenté de 15% et l'EBITDA de 28% grâce à la baisse du MLR (Medical Loss Ratio). Le bénéfice net a bondi de 51% à la faveur de moindres charges financières.

## DETTES D'ENTREPRISES

### CRÉDIT

Le marché a souffert sur la semaine des craintes de récession et des nombreux risques politiques, notamment en **Italie** et en **Argentine**. Les tensions commerciales sino-américaines ont continué à être source de pression, la décision, mardi, des **Etats-Unis** de repousser au 15 décembre 2019 la date d'application de tarifs douaniers sur certains produits chinois n'a que temporairement rassuré les investisseurs. Dans ce contexte, l'indice **Xover** s'est écarté de 6 points de base entre lundi 12 et jeudi 15 août et le **Main** de 1 point de base.

**Codere** a souffert du risque politique en Argentine, les titres perdant jusqu'à 10 points de base dans la semaine. Du côté de la dette financière, **BBVA** et **Santander** ont peu souffert de leur exposition à l'Argentine; elle ne contribue que faiblement aux profits des deux banques.

**Thomas Cook** a annoncé faire d'importants progrès dans la négociation de sa restructuration avec son principal actionnaire **Fosun** et ses créanciers. Une injection supplémentaire de 150 million de livres sterling supplémentaire pourrait être apportée dont une large partie proviendrait des porteurs obligataires, afin de renforcer sa liquidité. Les obligations Thomas Cook ont perdu jusqu'à 3 points de base après la nouvelle. **Lecta** a

répondu aux récentes informations selon lesquelles l'aide promise par le gouvernement français au groupe afin d'éviter la fermeture de l'usine de **Condat** serait compromise. Le groupe a annoncé étudier différentes alternatives pour cette usine et a indiqué que l'avis défavorable de la concurrence à Bruxelles sur l'aide ne constituait qu'une décision indicative. Estimant que Lecta pourrait être confronté à des problèmes de liquidité sur les 12 prochains mois, **S&P** a révisé à la baisse la note du groupe de B- à CCC en maintenant la perspective négative. Enfin l'émetteur **Teva** est toujours sous pression ; le groupe a été placé sous perspective négative (stable auparavant) par **Moody's** sur la base de son endettement élevé.

**Nordex** a dévoilé des résultats décevants au 2<sup>nd</sup> trimestre, le chiffre d'affaires est en hausse de 3.5% mais l'EBITDA décroît de 56%. Le groupe a cependant confirmé ses anticipations 2019 avec une marge d'EBITDA comprise entre 3% et 5%.

Du côté du marché primaire, on note l'émission d'une obligation AT1 par **Crédit Suisse** avec un coupon de 6,375% pour 1,75 milliard de dollars américains. La demande a été élevée pour le titre qui a d'ailleurs bien performé au secondaire.

## CONVERTIBLES

La mi-août est une période généralement calme, mais les marchés se sont montrés volatils durant la semaine face aux craintes que la guerre commerciale en cours ne provoque une récession et à la montée des risques géopolitiques. Le marché des obligations convertibles a pâti sur la semaine de tensions à Hong Kong, de résultats décevants des élections primaires en Argentine et de l'aplatissement prononcé de la courbe des taux américaine.

Plusieurs sociétés américaines ont néanmoins émis des obligations convertibles, dont une opération de grande envergure (« Jumbo »).

**Akamai Technologies** (fournisseur de logiciels d'infrastructure aux plus grandes entreprises mondiales) a levé 1 milliard de dollars américains sur 8 ans dans le cadre d'une émission assortie d'un coupon de 0,375% et d'une prime de 30%. Le produit de cette opération sera consacré au financement d'un programme de rachat d'actions de 100 millions de dollars américains, du fonds de roulement et d'autres besoins généraux de l'entreprise, mais également au financement d'éventuelles acquisitions.

**Wayfair** (vente en ligne de produits ménagers) a levé 825 millions de dollars américains sur 7 ans à un taux de 1,7% et une prime de 32,5% pour financer ses dépenses générales.

**Insight Enterprises** (services informatiques) a levé 300 millions de dollars américains sur 6 ans à un taux de 0,75% et une prime de 32,5% pour financer un programme de rachat d'actions et couvrir ses dépenses générales.

*Achévé de rédiger le 16/08/2019*

## **AVERTISSEMENT**

Document non contractuel.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild Asset Management et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management. Tout investissement comporte des risques spécifiques. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment d'Edmond de Rothschild Asset Management et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Principaux risques d'investissement : risque lié à l'investissement dans les pays émergents, risque de perte en capital, risque lié à la détention d'obligations convertibles, risque actions, risque de taux, risque de crédit, risque sectoriel.

### **EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (SUISSE) S.A.**

8 rue de l'Arquebuse - Case postale 5441 - 1211 Genève 11

T +41 58 201 75 40 - [contact-am-ch@edr.com](mailto:contact-am-ch@edr.com)

[ch.edram.com](http://ch.edram.com)