



FLASH MARCHÉS : FACE À LA GRANDE ROTATION, PRIVILÉGIER LA DIVERSIFICATION À LA SUR-RÉACTION

- *Aux Etats-Unis, les récents événements politiques ont renforcé la grande rotation qui s'opère sur les marchés depuis la publication des chiffres d'inflation la semaine dernière.*
- *La BCE a tenu le jeudi 18 juillet sa réunion de politique monétaire, maintenant sans surprise ses taux inchangés.*
- *À l'issue du troisième plénum du Parti communiste chinois, la Chine a révélé ses ambitions sans fournir de détails précis sur leur mise en œuvre, ce qui a déçu les marchés actions locaux.*

Quand bien même, atteint du Covid, Joe Biden pourrait être poussé vers la sortie par son propre camp, son ou sa remplaçant(e) aura du mal à relever les pronostics très défavorables au camp démocrate. La tentative d'assassinat de Donald Trump le week-end dernier a fait bondir les pronostics en faveur de sa réélection. La convention républicaine a donné lieu à l'annonce de son vice-président JD Vance, fervent défenseur d'une politique étrangère isolationniste. Ces événements ont renforcé la grande rotation qui s'opère sur les marchés depuis la publication des chiffres d'inflation la semaine dernière : baisse des mega capitalisations au profit des plus petites valeurs, baisse du secteur de la technologie au profit des secteurs énergétique et immobilier, baisse des valeurs de croissance par rapport au style value. Les marchés ont été galvanisés par les promesses faites par le duo républicain de soutien budgétaire et réglementaire en faveur du tissu économique américain. Les conditions économiques actuelles sont pour autant bien différentes de celles qui prévalaient au début du précédent mandat de Donald Trump en 2017 : des taux de financement et des déficits publics beaucoup plus élevés qu'en 2017 réduiront les marges de manœuvre budgétaires du prochain président. Tandis que l'activité rebondissait en 2017 après un ralentissement en 2015-2016, le prochain président sera confronté à un ralentissement de la croissance. Les chiffres publiés cette semaine montrent des inscriptions au chômage en augmentation même si les ventes au détail continue de surprendre par leur résilience. Les marges de manœuvre réglementaires sont plus larges : la déréglementation et l'augmentation des autorisations pour la production de pétrole en Amérique du Nord seront probablement bénéfiques pour les prix de l'énergie et du gaz. La politique isolationniste envisagée sera de mauvaise augure pour l'Europe, qu'il s'agisse du désengagement militaire en Ukraine et au Moyen-Orient, ou de la hausse des droits de douanes sur les importations en provenance d'Europe.

La BCE a tenu cette semaine sa réunion de politique monétaire, maintenant sans surprise ses taux inchangés, minimisant dans sa conférence de presse les dernières données élevées sur l'inflation des services, l'inflation de base et les salaires, tout en exprimant des inquiétudes quant à l'essoufflement du crédit et de la croissance. Christine Lagarde a insisté sur le fait que l'augmentation des salaires n'est qu'une réponse naturelle (et maintenant tardive) au choc inflationniste de 2022 et 2023, les travailleurs souhaitant récupérer une partie de leur pouvoir d'achat en 2024. En somme, les deux principaux facteurs que nous attendons en soutien à la croissance européenne pour 2024 et 2025 ont été réaffirmés par la BCE : 1) le retour des salaires réels vers une dynamique positive viendra soutenir la consommation et 2) le desserrement, même très graduel, des conditions de financement

sera un soutien à l'investissement des entreprises et des ménages, relâchant en particulier les contraintes qui pèsent actuellement sur le marché immobilier.

À l'issue du troisième plénum du Parti communiste chinois, la Chine a révélé ses ambitions sans fournir de détails précis sur leur mise en œuvre, ce qui a déçu les marchés actions locaux. Pékin a fixé des objectifs ambitieux d'ici 2029, incluant des réformes sociales et économiques : accroître la demande domestique tandis que la croissance actuelle repose principalement sur la demande extérieure, réformer le système de protection sociale dans un contexte de vieillissement de la population, soutenir l'innovation et le secteur privé. Mais les investisseurs s'inquiètent de la mise en application de ces réformes dans un contexte économique difficile marqué par la faiblesse de la demande domestique et les tensions commerciales internationales.

Dans ce contexte, nous maintenons notre positionnement neutre sur les actifs risqués. La diversification élevée des portefeuilles est à nouveau un atout pour traverser cette période de rotation. Sur les marchés obligataires, nous maintenons notre biais positif afin de cristalliser des rendements élevés, en particulier sur les maturités inférieures à 5 ans tandis que la baisse récente des taux longs invitent à des prises de profit.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens affichent une performance négative sur la semaine. En effet, la saison des publications du T2 vient de commencer et les résultats s'avèrent jusqu'ici plutôt décevants. Au-delà de ça, la faiblesse persistante de la production industrielle n'aide pas. En mai, elle se situe à -0,6% en glissement mensuel, comparativement à -0,1% en avril, une baisse amplifiée ce mois-ci par la faiblesse de la production allemande (-2,4% selon les données publiées en début de mois). Aussi, la réunion tenue par la BCE jeudi n'a eu que très peu d'effet sur les taux souverains, tant son issue était déjà prise en compte par les marchés. En effet, Christine Lagarde a, comme prévu, laissé les taux inchangés et a réaffirmé sa démarche « data driven » et « ouverte à tout » en septembre.

D'un point de vue sectoriel, la quasi-totalité des secteurs terminent dans le rouge. Seule exception, les biens de consommation qui profitent de quelques bonnes publications, à l'image d'**Essity**, entreprise danoise spécialisée dans la fabrication de produits d'hygiène qui démontre des profits bien au-delà des attentes. Autrement, la technologie sera le secteur le plus violemment sanctionné. Malgré des publications solides dans le domaine des semi-conducteurs, à l'image d'**ASML**, le fournisseur mondial de machine pour l'industrie des semi-conducteurs. La société a été doublement sanctionnée : d'une part par des prévisions décevantes pour le prochain trimestre, et d'autre part par les commentaires de Joe Biden concernant le potentiel durcissement des conditions d'exportations des machines de photolithographie vers la Chine. La déclaration de Trump affirmant que Taiwan devrait payer les Etats-Unis pour le soutien militaire fourni a également été pénalisante pour ces titres. Juste derrière, ce sont les ressources de bases qui sont impactées par des statistiques de croissance mal orientées en Chine ainsi que des publications décevantes. D'autre part, l'énergie se retrouve impactée par la légère baisse du Brent.

D'un point de vue plus spécifique, le lunettier **EssilorLuxottica** voit le prix de son action flamber suite aux rumeurs d'une prise de position de **Meta** à hauteur de 5%. En effet les deux entreprises sont déjà partenaires sur les dernières lunettes Ray Ban Meta dont les ventes sont bien au-delà des espérances. L'entreprise américaine semble vouloir, par cette acquisition, sécuriser un partenariat potentiellement clé dans le développement de son projet de métaverse. Dans le secteur de la santé, **Roche** récolte les fruits de résultats prometteurs concernant le développement de son traitement anti-obésité, **Novo Nordisk** subit en parallèle

des craintes concernant l'intensité grandissante de la concurrence sur le segment. Le secteur de la consommation discrétionnaire, notamment dans le prêt à porter affiche certaines difficultés. La chute de la demande en Chine semble être une tendance amenée à perdurer, l'empire du milieu ayant pourtant longtemps été perçu comme un des principaux moteurs de croissance face à la baisse de la consommation en Occident. Nombreuses seront les publications en ce sens, **Burberry, Swatch Group, Hugo Boss...** Certains acteurs du secteur arrivent toutefois à sortir leur épingle du jeu, notamment **Adidas**, salué en bourse suite au rehaussement de ses objectifs en lien avec la forte demande pour certains produits spécifiques.

ACTIONS AMÉRICAINES

Cette semaine, le marché américain salue le miracle de Donald Trump sauvé in extremis par un mouvement de tête improbable. L'action **Trump Media** croît de près de 50% en début de semaine, tandis que les valeurs bénéficiant des politiques démocrates dévissent, à l'instar de **First Solar** dans les énergies renouvelables, ou bien **Sunpower**, qui en plus annonce la pause de ses activités d'installation.

Les valeurs technologiques n'ont quant à elle pas pu échapper aux lois de la gravité : le mouvement de marché amorcé la semaine dernière s'accroît, avec le Nasdaq 100 en baisse de -2,8% sur la période, tandis que le Russell 2000 croît de près de 2%. Le phénomène d'élargissement de marché continue malgré un léger recul en fin de semaine, au détriment des deux valeurs phares : **Nvidia** et **Eli Lilly**, qui baissent respectivement de 6% et 10%.

L'ouverture de la saison des résultats, éclipsée par ces événements, a tout de même été importante cette semaine. L'assureur **UnitedHealth** grimpe grâce à des bénéfices au-dessus des attentes, malgré des coûts élevés liés à Medicare et à la cyberattaque passée. Au sein des financières, les résultats ont été positifs, à l'instar de **Bank of America** qui relève ses prévisions de revenus liés aux taux d'intérêt. Le géant bancaire profite également de performances records sur sa division trading, qui n'a encaissé aucune perte journalière sur le trimestre. Le mauvais élève du secteur continue d'être **Schwab** : celui-ci dévise en raison de coûts plus élevés qu'attendus et d'une croissance d'actifs clients en-dessous de l'objectif cible. Le broker perd des parts de marché face aux innovants **Interactive Broker** et **Robinhood**. Au sein de la construction, **D.R. Horthon** a publié des résultats entraînant la hausse de l'ensemble du secteur, ce qui témoigne d'une dynamique moins négative qu'attendue dans la vente de maisons individuelles. L'entreprise annonce un programme de rachat d'actions record de 4 milliards de dollars, permis notamment par un taux de marge brute supérieur à l'objectif annuel.

Le secteur des semi-conducteurs a fortement corrigé sur la période, en raison des commentaires de Trump sur une non-intervention en cas d'attaque sur Taiwan, dans les conditions actuelles. On note un léger rebond en fin de semaine, suite à l'annonce de **Broadcom**, développant une nouvelle puce pour **OpenAI**.

Dans le secteur de la technologie, **Netflix** a publié de nouveaux résultats records en termes de croissance d'abonnés, mais ceux-ci n'ont pas suffi à convaincre les investisseurs, qui avaient déjà des attentes élevées. Les regards sont tournés vers le T3, qui devrait relativement moins bénéficier de la croissance générée par les procédures de contrôle de partages des comptes.

En terme de M&A, **Stelco** a été acquis par **Cliff** avec une prime de 87% en cash, démontrant la sous-évaluation des actifs dans le secteur de l'acier.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a perdu 1,51% en USD cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). Le Mexique, la Chine et Taïwan ont enregistré les plus fortes baisses, avec un recul respectif de 4,40%, 3,27% et 2,98%. Le Brésil et la Corée se sont rétractés de 2,12% et de 1,53%. L'Inde a surperformé les autres grandes régions et a progressé de 0,58%.

En **Chine**, les données macroéconomiques sont restées moroses avec une croissance du PIB de 4,7% pour le 2^e trimestre 2024, contre 5,3% attendus. Les données du mois de juin en matière de monnaie et de crédit ont toutes été inférieures aux attentes. Les ventes au détail en juin ont augmenté de 2,0% en glissement annuel, en dessous des prévisions de 3,4%. Seule la production industrielle de juin a été supérieure aux attentes, à 5,3% contre 5,0% pour les enquêtes et 5,6% en mai. En juin, le taux de chômage des jeunes était de 13,2%, en amélioration par rapport aux 14,2% enregistrés en mai. Les conclusions du troisième plénum témoignent d'une grande cohérence avec les politiques récemment annoncées et placent toujours le « développement de haute qualité » en tête des priorités. Les détails de la mise en œuvre sont attendus la semaine prochaine, à commencer par la réforme fiscale. L'administration Biden envisage d'imposer de nouvelles restrictions à l'industrie chinoise des puces. **Goertek** a annoncé une forte augmentation de ses bénéfices en glissement annuel au 2^e trimestre 2024, grâce à une meilleure rentabilité de ses casques et de ses appareils intelligents. **PopMart** a émis une alerte positive sur ses bénéfices pour le 1^{er} semestre 2024, avec un chiffre d'affaires et un bénéfice net supérieurs aux prévisions, grâce à une présence mondiale accrue et à des catégories de produits plus diversifiées.

À **Taïwan**, les résultats du 2^e trimestre de **TSMC** ont été supérieurs aux attentes. L'entreprise a revu à la hausse ses prévisions de croissance du chiffre d'affaires pour 2024, et les dépenses d'investissement ont également été relevées dans la partie supérieure de la fourchette initiale, avec des messages forts sur la demande en matière d'IA. **Chroma ATE** a déclaré un chiffre d'affaires supérieur aux attentes pour le 2^e trimestre 2024, grâce aux outils SLT pour Blackwell GPU. **GlobalWafers** est en passe de recevoir 400 millions de dollars d'aide du gouvernement américain pour des projets au Texas et au Missouri.

En **Corée**, l'indice des prix à l'exportation a progressé de 7,5% en juin, contre 12,2% attendus. **Samsung Electronics** a repris les négociations avec le syndicat alors que les grèves persistent, l'entreprise prévoit également une nouvelle ligne de production de flash NAND en Corée du Sud. **Hyundai Motors** envisage de choisir **Valeo** comme nouveau fournisseur de systèmes de gestion thermique pour ses véhicules électriques.

En **Inde**, l'inflation globale de juin a augmenté à 5,1% en glissement annuel par rapport au consensus de 4,8% en glissement annuel, du fait de l'augmentation de l'inflation des denrées alimentaires. Le déficit commercial s'est réduit à 21,0 milliards de dollars en juin (contre 23,8 milliards de dollars en mai), sous l'effet d'un déficit commercial moins important pour le pétrole. Les ventes annuelles d'**Apple** en Inde ont atteint un record de 8 milliards de dollars, en hausse de 33% par rapport à l'année précédente. **Infosys** a fait état d'une croissance générale tout en réalisant un chiffre d'affaires et des marges supérieurs aux prévisions. **PayTM** a également publié des résultats encourageants. Malgré une forte croissance de leurs chiffres d'affaires, **Havells** et **Polycab** ont tous deux présenté des résultats décevants en termes de

marges, en raison de l'augmentation des coûts. L'entreprise **Asian Paints** a déçu sur tous les fronts, du fait de l'intensification de la concurrence dans le secteur.

Au **Brésil**, l'activité économique a progressé de 1,30% en glissement annuel, soit plus que les prévisions de 1,10%. **Eletrobras** a vendu sa participation dans **CTEEP**. **Suzano** va acquérir des actifs de **Pactiv Evergreen** pour 110 millions de dollars. **Vale** est confiant dans sa capacité à atteindre le haut de son objectif concernant le minerai de fer grâce à l'augmentation de la production.

Au **Mexique**, la production industrielle pour le mois de mai a augmenté de 1,0% en glissement annuel, légèrement en dessous des attentes de 1,1%. Le ministre des Affaires étrangères a rencontré le secrétaire d'État américain à Washington. **Koito Manufacturing** investira environ 17 milliards de yens pour stimuler la production de lampes de voiture au Mexique et au Brésil. **Fomento** a accepté de vendre ses activités de réfrigération et d'équipement de restauration pour 452 millions de dollars. **America Movil** a annoncé une croissance du nombre d'abonnés supérieure aux prévisions au cours du 2^e trimestre, la plupart des nouveaux utilisateurs étant des abonnés à des services postpayés.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Les marchés de crédit ont continué à délivrer des performances positives au cours de la semaine : l'Investment Grade a ainsi affiché une performance de +0,37% (+1,58% YtD) contre +0,16% pour le High Yield (+3,80% YtD). Le crédit a été peu affecté par les mouvements de rotation sectorielle sur les actions américaines. La banque centrale européenne a laissé ses taux inchangés, mais reste ouverte quant à la possibilité d'effectuer une baisse supplémentaire au mois de septembre. Les récentes interventions des membres de la Fed vont également dans le sens d'une première baisse de taux en septembre, prenant acte des dernières données encourageantes sur l'inflation et l'emploi. La perspective de baisse des taux dans la plupart des grandes économies occidentales, combinée à un environnement de croissance qui ralentit sans s'effondrer, est toujours très favorable au portage sur le marché du crédit.

Notons également que la demande pour l'obligataire reste forte, avec des rendements qui demeurent très attractifs au regard de ce qu'ils ont été au cours des dix dernières années : 3,60% de rendement pour l'Investment Grade contre 5,90% pour le High Yield.

La semaine a été très calme pour les financières, les CoCo sont restés stables et le marché primaire s'est apaisé, avec l'entrée dans la période des résultats et l'approche du mois d'août. Les premiers résultats bancaires (**Bankinter**, **Bawag**, banques nordiques) sont de bonne facture, avec des marges nettes d'intérêt qui se maintiennent à un niveau élevé et en parallèle un réel rebond des commissions.

Sur le High Yield, l'émetteur français **Alain Affelou** est venu se refinancer avec une nouvelle obligation EUR 2029 à 6,0%. **Pfleiderer**, leader en Allemagne sur le marché des panneaux de particules, des stratifiés, des produits replaqués et compacts, a conclu un accord avec ses actionnaires et créanciers pour prolonger la maturité de son obligation de 3 ans, assorti d'une augmentation de son coupon de 4% modulo une hausse de capital de 75 millions d'euros. La transaction a été très bien accueillie par le marché.

Achevé de rédiger le 19/07/2024

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.
- 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.
- Les RT1 (Restricted Tier 1) sont des titres de créance subordonnés perpétuels remboursables entre cinq et dix ans après leur émission. Ils sont émis par les assureurs dans le cadre de la réglementation Solvabilité II.
- Perpetual non call 10years est une obligation qui est perpétuelle et sa première date de call est à 10ans.

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