



FLASH MARCHÉS : L'INFLATION EN VACANCES

- *Le chiffre de l'inflation américaine était attendu en baisse, mais pas de cette ampleur.*
- *Cela ne devrait pas empêcher la Fed de remonter une nouvelle fois ses taux fin juillet, mais lui donne clairement l'opportunité de temporiser ensuite.*
- *Nous conservons une certaine prudence sur les actifs risqués à l'approche d'une nouvelle phase de réduction de la liquidité et maintenons une surexposition sur la duration.*

Le chiffre de l'inflation américaine était attendu en baisse, mais pas de cette ampleur. L'inflation sur un mois faiblit à 0,18% tandis que l'inflation cœur s'établit à 0,16%, du fait notamment des effets de base et d'une accalmie dans les transports et l'immobilier. En utilisant les métriques de la Fed, l'inflation cœur annualisée sur 1 mois, 3 mois et 6 mois ressort respectivement à 1,9%, 4,1% et 4,6%. Cela ne devrait pas empêcher la Fed de remonter une nouvelle fois ses taux fin juillet, mais lui donne clairement l'opportunité de temporiser ensuite. Serait-ce la dernière hausse de ce cycle monétaire ?

Le marché obligataire salue cette poursuite de la désinflation avec une baisse de 20 points de base du taux 10 ans US au cours de la semaine, et une baisse de 15 points de base du taux 10 ans canadien alors même que la banque centrale a remonté ses taux de 25 points de base. Tant que la croissance demeure résiliente, les actions, et plus généralement les actifs risqués, profitent de cette baisse des taux.

En Chine, c'est même de nouveau le spectre de la déflation qui menace avec un indice CPI à zéro, mais surtout un effondrement des prix à la production (PPI) à -5,4%. Les dernières mesures de soutien telles que la timide relance du crédit, la baisse des taux d'intérêt et les mesures plus ciblées sur l'immobilier ne parviennent pas encore à convaincre le secteur privé. Le marché attend davantage de stimulus pour relancer la croissance. On constate néanmoins une reprise encourageante des exportations asiatiques vers la Chine.

Sur le marché des changes, le dollar s'affaiblit de 2% contre euro au cours de la semaine, avec un changement de logique d'analyse. Il nous semble que le facteur fondamental avec la dégradation du double déficit US en période de plein emploi prend le dessus sur la dynamique de taux réel qui s'essouffle avec la fin proche - probable - de la hausse des taux.

Nous conservons une certaine prudence sur les actifs risqués à l'approche d'une nouvelle phase de réduction de la liquidité. Nous maintenons une surexposition sur la duration qui nous paraît attractive et protectrice en phase de ralentissement économique et de poursuite de la désinflation comme l'attestent les derniers indices CPI, et conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés actions européens rebondissent fortement au cours de la semaine, portés par une série d'annonces positives hors Europe. On notera tout d'abord l'annonce du gouvernement chinois concernant le plan de relance en faveur de son économie qui

bénéficie aux secteurs les plus exposés comme le luxe, la construction ou la chimie. Ce mouvement haussier a été accentué par les très bons chiffres de l'inflation américaine sur le mois (plus faibles qu'attendu) qui attestent d'un ralentissement de l'inflation et devraient à terme pousser la Fed à adopter une politique moins restrictive. Cela fait écho au message optimiste du gouverneur de la Banque d'Angleterre, A. Bailey, qui a indiqué plus tôt sa confiance dans une rechute plus rapide de l'inflation ces prochains mois, à mesure que l'impact de la politique monétaire restrictive sera croissant sur l'activité économique.

Du côté microéconomique, on peut noter les excellents résultats de **Kingspan**. La firme irlandaise rassure en effet sur les bons niveaux d'activité dans le segment de la construction et de la rénovation énergétique, notamment aux Etats-Unis, tandis que la demande industrielle montre également des signes de résilience. Dans le secteur automobile, **Renault** a annoncé de son côté une augmentation de ses ventes de +11% au premier semestre 2023, notamment dans les segments les plus rentables du constructeur. Dans le transport aérien, la compagnie aérienne portugaise **TAP** a annoncé une hausse de son trafic passagers de +30% sur le S1-2023 (vs S1-2022).

Dans le secteur bancaire, **DNB** envoie des signaux rassurants à l'aube de la saison de résultats T2-2023. La banque norvégienne enregistre en effet une hausse sensible de ses résultats, certes portés par des taux d'intérêt élevés, mais également par la robustesse de l'économie qui permet aux segments des particuliers et des entreprises de profiter d'une dynamique de croissance favorable. Dans le secteur de l'énergie renouvelable, **Waga Energy** (entreprise de biomasse) signe son premier gros contrat aux Etats-Unis, témoigne d'une bonne dynamique commerciale et d'une tendance forte sur le secteur. Enfin, dans la chimie, **Clariant** revoit à la baisse ses perspectives pour 2023, une révision cependant largement attendue et dont l'ampleur mesurée semble même rassurer les investisseurs et porter le secteur de la chimie au cours de la semaine.

ACTIONS AMÉRICAINES

La publication des données rassurantes sur l'inflation jeudi a porté les indices en territoire positif au cours des cinq dernières séances, après un début de semaine attentiste dans de faibles volumes.

En effet, l'indice des prix à la consommation est revenu à un plus bas en l'espace de deux ans à +3% sur un an avec un recul homogène de la hausse des prix dans la plupart des catégories : biens, services, logements. La composante « core » (hors alimentation et énergie) est ressortie à +4,8% sur un an (au plus bas depuis 2021) contre +5% attendu et +5,3% au mois de mai.

La présidente de la Fed de San Francisco, Mary Daly, déclarait plus tôt que « deux hausses supplémentaires des taux seraient vraisemblablement nécessaires pour contrer l'inflation », tout en précisant que « ce cycle de resserrement monétaire touchait à sa fin ». De son côté, Loretta Mester, responsable de la Fed de Cleveland, indiquait hier que « les taux devraient monter encore quelque peu avant d'entrer en phase de pause pour ancrer durablement l'inflation autour de 2% ».

Nasdaq a annoncé un rééquilibrage de son indice Nasdaq 100 pour remédier à la « surconcentration » de quelques titres dans l'indice (Nvidia, Tesla, Microsoft, Apple, Amazon...). Les changements seront annoncés le 14 juillet et prendront effet avant l'ouverture du marché le 24 juillet.

Le secteur des banques était sous pression suite à l'intervention du vice-président de la Fed, Michael Barr, qui s'est prononcé en faveur de mesures visant à renforcer les fonds propres des établissements de taille moyenne comme **KeyCorp** ou **PNC**.

L'éditeur de jeux vidéo **Activision Blizzard** progressait de 10% après qu'un juge fédéral de Californie a débouté la FTC de sa demande de suspension immédiate de son acquisition par Microsoft. Selon le Financial Times, **Nvidia** serait en discussions avancées avec **Softbank** pour prendre une participation lors de l'introduction en Bourse d'Arm, la société spécialisée dans l'architecture et la conception de processeurs. Le fonds Ark Investment de Cathie Wood a réduit pour la première fois depuis un an sa position dans **Coinbase**, la plus grosse plateforme d'échange de cryptomonnaies.

Salesforce s'est apprécié de 3,9% jeudi après avoir annoncé un relèvement de sa grille tarifaire (une première en 7 ans) sur certains de ses services d'informatique dématérialisée (cloud). **Meta** progressait après que son nouveau réseau social, Threads, concurrent de Twitter, a annoncé avoir dépassé la barre des 100 millions d'utilisateurs, moins de cinq jours après son lancement, un record pour le démarrage d'une nouvelle application.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont perdu 2,53% et 2,44%, respectivement. Les marchés actions japonais se sont encore inscrits en baisse, et ce pour plusieurs raisons : 1) le marché américain anticipe clairement deux nouvelles hausses de taux cette année, 2) le marché s'inquiète de l'évolution de la politique de contrôle de la courbe des taux par la Banque du Japon lors de sa prochaine réunion de politique monétaire, qui aura lieu plus tard dans le mois, 3) le yen s'est nettement apprécié par rapport au dollar, et 4) des prises de bénéfices ont été initiées après le record sur 33 ans enregistré par les bourses japonaises le 3 juillet dernier.

Le secteur minier a progressé de 2,29%, dans le sillage du prix du pétrole brut. Les secteurs Pêche, Agriculture et Sylviculture et du commerce de détail ont gagné respectivement 2,20% et 1,46%, les investisseurs ayant privilégié les valeurs exposées à la demande intérieure. Le secteur pharmaceutique a cédé 4,87% en raison des prises de bénéfices sur **Eisai Co. Ltd** et de l'actualité décevante de **Daiichi Sankyo Corp.**, qui a annoncé l'échec de l'essai clinique de son nouveau médicament contre le cancer du poumon. Le secteur des équipements de transport a perdu 4,81% sous l'effet de l'appréciation du yen, et le secteur de l'électricité et du gaz a reculé de 3,73% en raison de la remontée des prix de l'énergie.

Sur le marché des changes, la parité USD/JPY a fortement baissé, passant de 144 à environ 138, en raison de l'anticipation d'un ajustement de la politique de la Banque du Japon.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a rebondi de 2,6% cette semaine (données à mercredi) et a surperformé les marchés développés. La progression des marchés a été généralisée mais ce sont les marchés asiatiques qui ont enregistré les gains les plus élevés : +3,9% pour la Corée, +3,3% pour la Chine et +2,6% pour Taïwan. Le Mexique et l'Inde se sont également inscrits en hausse, respectivement de 1,8% et de 1,3%. Le Brésil, quant à lui, a clôturé la semaine sur une note légèrement positive.

En **Chine**, l'inflation du mois de juin s'est révélée plus faible que prévu, avec un IPC toujours proche de zéro et un IPP à -5,4%. Toutefois, les données relatives aux prêts et au crédit en

RMB ont dépassé les attentes, la croissance du crédit ressortant à 9,3% en glissement annuel. En juin, les exportations et les importations ont diminué et se sont établies à un niveau inférieur aux prévisions du consensus, avec un recul de 12,4% et 6,8% respectivement. Le gouvernement a publié un décret visant à renforcer les mesures de soutien avec pour objectif l'achèvement des projets immobiliers en cours.

Ant Group, la branche fintech d'Alibaba, s'est vu infliger une amende d'un milliard USD par les autorités. Le Premier ministre Li Qiang a rencontré les principaux opérateurs de plateforme en ligne, dont **Alibaba** et **ByteDance**, et a souligné leur contribution cruciale à l'économie, mettant ainsi fin au cycle de mesures répressives envers le secteur technologique. Neuf grandes entreprises du secteur de l'énergie solaire ont publié une déclaration commune réclamant une normalisation de la taille des plaquettes de silicium afin de résorber des difficultés d'approvisionnement et d'améliorer les applications des produits.

Les ventes de voitures particulières ont connu une nouvelle augmentation de 8,7%. Les ventes de véhicules à énergies nouvelles se sont envolées de 25% en glissement annuel, ce qui se traduit par un taux de pénétration de 33,7%. Les marques locales se sont particulièrement bien comportées, avec un taux de pénétration de 51,5%. Ant Group a annoncé son intention de racheter 7,6% de ses actions, ce qui valorise la société à 78,5 milliards USD. Quant à **Wuxi Biologics**, elle a dévoilé un projet de scission et de cotation séparée de son entité WuXi XDC.

À **Taiwan**, **TSMC** a annoncé un chiffre d'affaires pour le mois de juin en baisse de 11% en glissement annuel, un chiffre supérieur aux estimations du consensus et à ses propres prévisions. En **Corée**, le gouvernement a annoncé la construction d'une nouvelle centrale nucléaire pour la première fois en huit ans. **LG Chem** a levé 2 milliards USD via l'émission d'obligations échangeables **LG Energy**. Les prix à l'export de la Corée du Sud ont baissé de 14,7% en juin.

En **Inde**, l'IPC a légèrement déçu (à 4,8%) en raison de l'impact de l'inflation des denrées alimentaires, mais l'IPP est ressorti au-delà des attentes (5,2%). Les autorités envisagent d'interdire la plupart des exportations de riz en raison de la flambée des prix à l'échelle locale. **Foxconn** s'est retiré d'une co-entreprise de 19,5 milliards de dollars dans le domaine des semi-conducteurs avec le conglomérat indien **Vedanta**, spécialisé dans la transformation des métaux en pétrole. **Tata Group** a racheté l'usine d'assemblage d'iPhone de **Wistron**. **Mahindra & Mahindra** envisage de céder environ 2 à 3% de sa participation dans son activité de véhicules électriques. Deux grandes sociétés de joaillerie, **Titan** et **Kalyan**, ont annoncé des ventes solides au premier trimestre de leur exercice 2024, avec une croissance des chiffres d'affaires de 21% et 38% en glissement annuel, respectivement.

Inférieur aux prévisions, l'indice des prix à la consommation du **Brésil** pour le mois de juin a baissé en variation mensuelle et affiche un repli de 3,16% en glissement annuel, sous l'effet du reflux des prix des denrées alimentaires et des carburants. L'inflation dans le secteur des services a augmenté de 4,7% en glissement annuel, un chiffre largement supérieur aux prévisions, malgré des taux d'intérêt élevés. Les valeurs du secteur de la distribution ont corrigé après l'annonce, vendredi dernier, d'une exonération fiscale pour les tarifs douaniers sur les importations transfrontalières dans le secteur du commerce électronique (fixés auparavant à 60%). Le gouvernement est en train d'étudier les conséquences de cette mesure. Selon le rapport de l'ANS, **Hapvida** a vu les prix de ses régimes d'assurance santé pour entreprises augmenter de 12% en mai (après 10% en mars-avril et 11% en décembre).

Au **Mexique**, l'Antad (Association nationale des libres-services et des grands magasins) a annoncé de bons résultats pour ses membres en juin, avec une hausse de 9,3% des ventes à

périmètre comparable en glissement annuel, reflétant l'environnement favorable à la consommation au Mexique. Les conditions sur le marché du travail se sont encore améliorées et le gouvernement a augmenté le salaire minimum au cours de l'année.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Les chiffres d'inflation américaine publiés mercredi s'inscrivant à 3% en glissement annuel continuent de souligner un trend à la baisse avec une décélération finalement plus rapide qu'attendu, et ont de ce fait largement poussé les taux à la baisse lors de la séance de mercredi. Le marché prend donc acte du fonctionnement des mesures des banques centrales et de la fin probable du cycle de hausse de taux d'ici la fin du prochain trimestre. De lundi à jeudi matin, le 5 ans allemand baisse de près de 15 points de base à 2,61%, de même que le 10 ans qui perd 12 points de base à 2,61%. Dans le même temps, cette nouvelle est bien perçue sur les obligations à primes de risque. Ces dernières se resserrent de 445 à 438 points de base sur le haut rendement et de 155 à 150 points de base sur les bonnes notations. Mais le mouvement le plus symptomatique aura sans nul doute été observé sur les indices synthétiques des primes de crédit - itraxx Xover - qui ont connu un fort rebond avec des primes passant de 425 en début de semaine à 380 points de base jeudi matin.

Dans ce contexte, les performances de la semaine - à mercredi soir - sont positivement impactées par le mouvement de taux. L'investissement grade gagne +0,51% au cours de la semaine (+2,07% depuis le début de l'année) porté par sa sensibilité taux autour de 4.5. Côté haut rendement, la semaine s'inscrit à +0,35% - du fait de sa sensibilité plus courte - mais la classe d'actifs reste néanmoins très largement positive depuis le début de l'année avec une performance de +4,4%. Ces performances à mi-année valident entièrement les stratégies de portage. Environ la moitié du rendement actuariel de fin 2022 se retrouve en rendement net au bout de 6 mois. A ce jour, le rendement des marchés obligataires investment grade s'établit à 4,5% et 7,55% pour le marché obligataire du haut rendement, ce qui continue de représenter de bons points d'entrée en terme de portage.

Le marché primaire rentre résolument dans la période estivale avec très peu de nouveaux deals au cours de la semaine ; seulement **Telecom Italia** 2028 sur le segment high yield et aucune transaction notable concernant les subordonnées financières ou hybride corporates. La période dite de *black out* précédant les publications de résultats du deuxième trimestre est peu propice à l'animation du marché.

CONVERTIBLES

Semaine très active sur le marché des obligations convertibles, l'appétence pour le risque ayant dopé les volumes de transactions. En Europe, les actions se sont inscrites en hausse dans le sillage de l'optimisme suscité par d'éventuelles nouvelles mesures de soutien en Chine. Les secteurs les plus dynamiques ont été les semi-conducteurs, les distributeurs en ligne, ainsi que l'immobilier et la construction. Aux États-Unis, grâce au regain de confiance des intervenants de marché, les secteurs cycliques ont surperformé, notamment l'énergie et le secteur des voyages.

En Asie, la semaine a été marquée par la nouvelle émission d'obligations **LG Chem** qui a levé 2 milliards USD avec des titres à échéance 2028 et 2030 qui sont convertibles en actions de

LG Energy Solution Ltd. Il s'agit de l'émission d'obligations convertibles la plus importante jamais réalisée par une entreprise asiatique depuis près de deux ans et la plus importante de l'histoire du marché sud-coréen. Après CATL et BYD, LG Energy Solution est le troisième producteur de batteries pour véhicules électriques, un secteur dominé par des entreprises asiatiques, en particulier chinoises.

Nous anticipons de nouvelles émissions car les coupons plus faibles par rapport à la dette classique rendent les obligations convertibles plus attractives dans un contexte d'augmentation des coûts d'emprunt, alors que les levées de fonds sur les marchés actions restent difficiles dans la région.

Achévé de rédiger le 13 juillet 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