



FLASH MARCHÉS : FED ET BCE PERSISTENT EN MODE RESTRICTIF

• *De nouvelles hausses de taux directeurs sont anticipées, notamment en juillet, de la part de la BCE, Christine Lagarde ayant réitéré son message de prudence vis-à-vis de la possibilité de voir l'inflation sous-jacente refluer rapidement.*

• *La Fed conserve également son mode restrictif, avec une nouvelle hausse de taux anticipée pour juillet, alors que les dernières données économiques montrent la résilience de l'activité.*

• *Nous restons prudents sur les actions. La duration semble attractive et serait protectrice alors que les effets retardés des hausses de taux directeurs vont commencer à peser sur les économies. Nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises.*

Christine Lagarde a réitéré son message de prudence vis-à-vis de la possibilité de voir l'inflation sous-jacente refluer rapidement lors du forum de Sintra. De nouvelles hausses de taux directeurs, notamment en juillet, sont donc anticipées afin de mettre un terme à la spirale prix-salaire, en prenant le risque néanmoins de freiner durablement la croissance.

La Fed conserve également son mode restrictif, avec une nouvelle hausse de taux anticipée pour juillet, alors que les dernières données économiques montrent la résilience de l'activité. La confiance des consommateurs rebondit, les nouvelles commandes augmentent et le marché immobilier confirme mois après mois que le creux de l'activité a été dépassé, comme en atteste le rebond des ventes de logements neufs, justifié en partie par un déficit d'offre structurel de logements et un pouvoir d'achat des ménages toujours élevé. De plus, la troisième estimation du PIB américain du 1^{er} trimestre a aussi été nettement revue à la hausse en raison de la vigueur de la consommation dans les services et l'amélioration de la balance commerciale.

Dans les pays émergents, les mesures d'assouplissement monétaire semblent en revanche imminentes. La Chine a déjà abaissé ses taux et le Brésil pourrait prochainement faire de même, l'inflation étant revenue sur l'objectif de la banque centrale.

Seule la Banque du Japon a réaffirmé que sa politique monétaire accommodante était toujours justifiée par une inflation sous-jacente inférieure à 2%. L'activité et la demande japonaises apparaissent cependant solides, à l'image du rebond des ventes au détail en mai, tirées par le retour du tourisme.

En Chine, la reprise économique s'essouffle, à l'image de l'indice PMI officiel de juin qui témoigne de l'anémie du rebond de l'économie chinoise. Le PMI manufacturier reste ainsi en territoire de contraction pour le troisième mois consécutif, pénalisé par des nouvelles commandes, notamment à l'export. En revanche, les secteurs des services et de la construction sont en expansion mais ralentissent également. Les autorités pourraient annoncer fin juillet, à l'occasion de la réunion du Politburo, des mesures de soutien budgétaire, portant sur la consommation des ménages et le secteur immobilier, dans l'objectif d'atteindre une croissance de 5% en 2023.

Les marchés ont semblé à nouveau défier la gravité au cours de la semaine, les actions américaines ayant effacé les replis de la semaine précédente, sur fond de tensions sur les

marchés de taux. Les primes de risques nous semblent cependant toujours peu attractives, et nous incitent encore à la prudence sur les actions. La duration semble attractive et serait protectrice alors que les effets retardés des hausses de taux directeurs vont commencer à peser sur les économies. Nous conservons toujours une vue constructive sur les obligations d'entreprises.

ACTIONS EUROPÉENNES

Après que les indicateurs PMI en zone euro et en Angleterre de la semaine précédente ont alimenté un mouvement d'aversion au risque, les bonnes nouvelles, notamment aux États-Unis, ont permis au marché et plus particulièrement aux secteurs cycliques (énergie, automobile, consommation discrétionnaire) de rebondir. L'inflation italienne a ralenti plus qu'attendu en juin et dans le même temps, les crédits bancaires ont continué de ralentir en mai sur un an - tant pour les entreprises que pour les ménages. Ces chiffres semblent attester d'un ralentissement des économies européennes qui pourrait peser sur les prochaines décisions de la BCE. Pour autant, Christine Lagarde a rappelé que les hausses de salaires sont de nature à alimenter les risques inflationnistes et qu'elles renforcent la nécessité d'une politique monétaire restrictive. Elle a également profité de son intervention pour confirmer que la BCE augmenterait ses taux directeurs lors de sa réunion de juillet à moins d'un retournement significatif de l'activité économique. Du côté de la géopolitique, la rébellion avortée en Russie n'a eu qu'un impact très relatif sur les différents marchés.

Côté micro-économique, dans le secteur de la consommation discrétionnaire, la publication des résultats d'**Associated British Foods**, maison-mère de Primark, confirme les bonnes dynamiques sur le secteur avec une revue à la hausse des objectifs pour 2023. Le groupe bénéficie notamment de l'attrait pour les gammes d'été de sa filiale de prêt-à-porter grâce à une météo favorable. Un argument également soulevé par son concurrent **Next** la semaine précédente, faisant écho aux commentaires positifs récents d'**Inditex** et **H&M**. Dans le secteur du tourisme, **Accor** relève ses perspectives pour 2023. Le groupe hôtelier table sur une tendance durablement porteuse dans le secteur et prévoit ainsi l'ouverture de 1200 hôtels au cours des cinq prochaines années, avec des estimations de rentabilité supérieures à la moyenne historique.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains ont rebondi au cours de la semaine, portés par de bons indicateurs macro-économiques couplés à des résultats positifs au sein du secteur bancaire.

Côté macro-économique, les commandes de biens durables ont surpris à la hausse en mai (+1.7% en mai vs +1.1% en avril contre -0.9% attendu). L'indice de confiance des consommateurs du mois de juin du Conference Board a également surpris à la hausse (109.7 vs 104 attendu et 102.5 révisé en mai), s'inscrivant à son plus haut niveau depuis janvier 2022, témoignant de la résilience de la demande outre-Atlantique. Par ailleurs, les chiffres immobiliers confirment cette tendance avec des ventes de logements neufs en hausse de 12.2% (en glissement mensuel vs -1.2% attendu et +3.5% en avril). Les prix des maisons ressortent également en hausse à +1.7% (en glissement mensuel selon l'indice Case-Shiller).

Dans le secteur énergétique, si le début de semaine était marqué par une forte baisse des prix du Brent due à la crainte d'un ralentissement de l'économie par beaucoup d'investisseurs, les chiffres publiés par l'Agence américaine d'information sur l'énergie attestent de la chute des stocks de brut dans des proportions plus importantes qu'anticipé

(brut : -9.6M vs -1.5M), reflétant ainsi la bonne tenue de la demande de pétrole outre-Atlantique.

Du côté micro-économique, les entreprises de semi-conducteurs (**NVIDIA, Micron...**) ont souffert durant la semaine après la publication d'informations de presse indiquant que Washington envisagerait d'interdire la vente à la Chine de puces électroniques indispensables à l'utilisation de l'intelligence artificielle. Concernant le secteur de la consommation, **General Mills** a affirmé que les hausses de prix n'étaient plus suffisantes pour compenser le ralentissement des ventes. L'entreprise américaine met en avant la prudence croissante des consommateurs qui réduisent sensiblement leurs dépenses.

A l'inverse, dans les transports aériens, **Delta Airlines** révisé à la hausse ses objectifs annuels. La compagnie aérienne américaine fait état d'une demande estivale solide. Même tendance dans le secteur automobile, l'entreprise de location de voiture **CarMax** envoyant un signal rassurant en parvenant malgré l'environnement peu porteur à maintenir ses bénéfices en procédant à des réductions de coûts et des baisses de prix pour freiner la baisse des volumes. Enfin, le secteur bancaire rassure après que le stress test annuel de la Fed n'a détecté aucune faiblesse apparente concernant les banques américaines et atteste que ces dernières peuvent encore absorber plus de 540 milliards de pertes tout en restant au-dessus des minimums requis. Cela profite notamment à **JP Morgan, Bank of America** et **Wells Fargo**.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont légèrement repliés respectivement de 0.09% et 0.01%. En début de semaine, les places boursières japonaises ont été pénalisées par la faiblesse des marchés actions américains et le rééquilibrage des portefeuilles des investisseurs institutionnels en fin de mois. Les actions japonaises ont toutefois fini par rebondir à la faveur de la publication de données économiques positives aux États-Unis, du redressement du marché boursier américain suite à la hausse des valeurs technologiques et de la poursuite du repli du yen.

Les secteurs du transport maritime et aérien ont progressé respectivement de 3.27% et 2.95%, les investisseurs ayant privilégié les actions sous-évaluées au détriment des valeurs de croissance. Les valeurs bancaires ont poursuivi leur hausse (+1.78%) compte tenu de la décision stricte prise par la Réserve fédérale américaine de relever à nouveau ses taux d'intérêt, ce qui devrait stimuler les investissements des institutions financières. En revanche, le secteur du commerce de gros a reculé de 3.42%, pénalisé par les prises de bénéfices des investisseurs sur les titres des sociétés de commerce général après leur forte hausse.

Marubeni, une société de commerce, a reculé de 5.58%. Le secteur de la papeterie a cédé 2.71%, plombé lui aussi par les prises de bénéfices des investisseurs sur fond de craintes à l'égard de la dépréciation prolongée du yen. L'immobilier s'est inscrit en baisse de 2.31% suite à l'annonce selon laquelle l'Agence nationale des impôts avait décidé d'imposer un impôt sur la succession plus important sur les tours d'appartements en copropriété.

Le constructeur automobile **Nissan** a grimpé de 7.62%, celui-ci étant considéré comme un grand bénéficiaire de la baisse du yen. **Oriental Land**, un exploitant de parcs d'attractions, s'est inscrit en hausse de 6.39%, sur fond d'attentes d'une amélioration des bénéfices grâce à la hausse des prix d'entrée. **Tokyo Electron**, un fabricant d'équipements de production de semi-conducteurs, a progressé de 5.89% à l'instar d'autres titres liés aux semi-conducteurs,

alors que **Micron Technology** aux États-Unis a, contre toute attente, annoncé une révision à la hausse de son chiffre d'affaires pour le 3^e trimestre 2023. **Ono** et **Otsuka Holdings**, deux sociétés pharmaceutiques, ont cédé respectivement 5.10% et 4.77%, les valeurs défensives ayant fait l'objet d'un courant vendeur compte tenu de l'appétit pour le risque.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY s'est de nouveau montrée solide, passant d'un peu plus de 143 yens pour un dollar à près de 145 yens, le maintien de la position accommodante de la Banque du Japon et de l'agressivité de la Fed ayant été confirmé par leur gouverneur respectif à l'occasion du forum de la BCE au Portugal.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a légèrement progressé de 0.13% au cours de la semaine. L'Inde l'a emporté avec un gain de 1.3% et la Chine a terminé en hausse (+0.4%). La Corée du Sud et le Brésil se sont repliés respectivement de 2.4% et 1.7%.

En **Chine**, l'indice PMI manufacturier s'est inscrit à 49 en juin, conformément aux attentes du marché, tandis que le PMI non manufacturier se maintient en territoire expansionniste à 53.2. Les bénéfiques industriels ont ralenti de 12.6% sur un an en mai, soit un résultat légèrement meilleur que le recul affiché le mois précédent (-18.2%). Sur le front géopolitique, la secrétaire du Trésor des États-Unis Janet Yellen prévoit de se rendre à Pékin début juillet dans le cadre de la première rencontre de hauts dirigeants américains et chinois pour échanger sur des sujets économiques, tandis que l'administration de Joe Biden envisage d'imposer de nouvelles interdictions sur les exportations de puces destinées à l'intelligence artificielle vers la Chine. Le China Securities Journal a révélé que d'autres mesures de soutien devraient être mises en œuvre pour le secteur immobilier, y compris une éventuelle modification des restrictions d'achat dans les villes de premier et deuxième plan, alors que le Conseil d'État s'apprêterait à introduire des mesures ciblées visant à encourager les dépenses de consommation sur les produits ménagers. La chaîne d'épicerie **Freshippo**, filiale d'**Alibaba**, prévoit d'entrer à la bourse de Hong Kong d'ici à la mi-novembre. De son côté, **Shein** a officialisé son introduction en bourse aux États-Unis.

En **Corée du Sud**, **SK Innovation** va lever 901 millions de dollars USD en émettant de nouvelles actions afin d'obtenir des fonds pour le remboursement de sa dette et pour de nouveaux investissements dans son activité dédiée aux batteries et dans de nouveaux segments. La Corée du Sud et le Japon se sont entendus pour relancer leur accord bilatéral de swap de devises pour un montant allant jusqu'à 10 milliards de dollars USD, afin d'améliorer les relations entre les deux pays.

En **Inde**, le PMI manufacturier s'est envolé à un plus haut sur 31 mois de 58.7. Le déficit de la balance courante du pays s'est réduit à un plus bas sur sept trimestres entre janvier et mars, pour s'établir à 1.3 milliard de dollars USD, soit 0.2% du PIB. L'ensemencement des cultures a été faible en juin, alors que les précipitations cumulées s'inscrivent 28% en deçà de la normale sur les trois premières semaines de la mousson. **Amazon** a revu à la hausse ses prévisions d'investissement en Inde, passant de 12.7 milliards à 15 milliards de dollars USD d'ici à 2030, tandis que **Google** prévoit d'investir 10 milliards de dollars USD dans le fonds indien dédié à la transition numérique. **Vedanta** vise à consolider sa position dans le secteur technologique et investira 4 milliards de dollars USD dans la construction d'une usine de fabrication d'écrans en Inde. **GQG Partners** a acquis des participations dans deux sociétés d'**Adani Group** auprès du trust familial pour un montant d'environ 1 milliard de dollars USD.

Au **Brésil**, le Conseil monétaire a décidé d'introduire des objectifs d'inflation continue à compter de 2025, tout en confirmant l'objectif d'inflation à 3.0%. Le gouvernement a proposé au Congrès l'unification des impôts fédéraux (impôt sur la circulation des marchandises et des services - ICMS - et taxe sur les services - ISS) et des taux d'imposition municipaux (ICMS et ISS) en une taxe sur la valeur ajoutée (TVA) unique, une taxe sur les biens et les services (IBS). **Pao de Acucar** a rejeté l'offre de **Glinksky** pour sa chaîne de supermarchés **EXITO** en Colombie.

Au **Mexique**, la demande intérieure a augmenté de 5.3% au 1^e trimestre 2023 (contre 4.7% au 4^e trimestre 2022), à l'instar des investissements privés qui ont grimpé à 9.1% (contre 6.8% auparavant). **Banorte** a rendu compte d'une croissance de 21% sur un an en avril des prêts à la consommation, contre une accélération de 13% pour la totalité des prêts.

En **Afrique du Sud**, **Prosus** et **Nasper** ont fait part de leur intention de simplifier la structure de Prosus et ainsi réduire la participation croisée.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Toujours une certaine volatilité sur les marchés obligataires en raison des taux repartis à la hausse au cours de la semaine après un fort rallye vendredi 23 juin. Au cours de la semaine, le taux 5 ans allemand se tend de 0.12 à 2.56%, le taux 10 ans prenant 0.13% à 2.43%. Concomitamment, les primes de crédit sur le segment de l'Investment Grade continuent d'offrir une certaine résilience. Elles restent stables à 160 points de base, alors que les primes du High Yield sont allées toucher 455 points de base pour revenir à 445 points de base en fin de semaine. A contrario, le marché synthétique - indice Crossover - s'est dans l'ensemble bien porté avec des primes plus serrées de 15 points de base, affichant 410 points de base.

Les performances de la semaine - à jeudi soir - soulignent ces mouvements de marchés. Le segment de l'Investment Grade perd 0.28% au cours de la semaine (+1.97% depuis le début de l'année) pénalisé par l'effet taux mais épargné sur les primes. Du côté du High Yield, la performance de la semaine s'inscrit à -0.14%, davantage épargné par les taux du fait de sa sensibilité plus courte. Cependant, la classe d'actifs reste très largement positive depuis le début de l'année avec une performance de +4.30%. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires de l'Investment Grade s'établit à 4.4% et 7.5% pour le marché obligataire du High Yield, ce qui reste de très bons points d'entrée en terme de portage.

Sur le segment du High Yield, le marché primaire fut calme sans transaction notable. L'attention des investisseurs s'est davantage porté sur **Casino** qui est rentré en conciliation et dont la restructuration reste incertaine à ce stade.

Concernant les obligations hybrides, **Unibail** a finalisé avec succès son échange d'hybride callable 2023. En effet, 92% des porteurs ont accepté l'offre et détiennent après paiement d'une soulte de 15% cash, une obligation 7.25% callable 2028.

Sur le front de la dette financière, les primes sur les CoCos euro ont connu une certaine volatilité en affichant 900 points de base pour graduellement revenir proche de 870 points de base à la clôture la semaine précédente. Pas de nouvelle émission sur les Cocos mais toujours de l'activité sur les Senior Preferred comme le souligne l'arrivée sur le marché de

Caixa Central de Crédito Agrícola levant 200 millions d'euros avec un coupon de 8.375% et une maturité 2027. La demande a été plus faible, le deal ayant dû être réduit de 300 à 200 millions d'euros. Le marché, éprouvé par **Credit Suisse**, reste sur le qui-vive et prompt à la nervosité comme en témoigne la banque **Bawag** vendredi matin dont les AT1 perdent plusieurs points.

CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles finit bien le semestre avec une performance positive au cours de la semaine, principalement grâce aux indices actions européens et aux secteurs financiers.

Du côté des États-Unis, nous mentionnerons la forte progression du secteur des croisiéristes à l'image de **Carnival** qui s'affiche en hausse de 8%. Le marché japonais a rebondi de plus de 2% contrairement au marché asiatique qui finit la semaine inchangé. Suite à la forte baisse de **Siemens Energy** la semaine précédente, à la suite de problèmes dans son unité éolienne, Siemens SA a décidé de réduire sa participation directe en transférant une partie de sa participation à son fonds de pension ; l'action Siemens SA abandonne encore 3% au cours de la semaine.

Le marché primaire continue d'être actif avec une nouvelle émission dans le secteur des services aux collectivités. L'entreprise **American Water Works** a émis plus d'un milliard de dollars avec une prime d'émission de 22.50%, un coupon de 3.625% et une maturité 2026.

Achevé de rédiger le 30 juin 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