



FLASH MARCHÉS : OVERTIGHTENING RISK ?

• *Depuis le durcissement de ton de la Fed et de la BCE on assiste à un repricing global des taux terminaux.*

• *Jerome Powell a minimisé la pause et confirmé le besoin de nouvelles hausses de taux d'intérêt si l'économie ne montre pas davantage de signes de ralentissement.*

• *Nous restons prudents sur les actions. Nous conservons un biais positif sur la duration qui nous semble attractive et protectrice en phase de ralentissement économique. Sur les obligations d'entreprises, nous conservons une vue constructive.*

Les banques centrales dominent l'actualité depuis deux semaines. On assiste à un repricing global des taux terminaux depuis le durcissement de ton de la Fed et de la BCE.

Lors de son allocution devant la Chambre des Représentants, Jerome Powell a minimisé la pause et confirmé le besoin de nouvelles hausses de taux d'intérêt si l'économie ne montre pas davantage de signes de ralentissement, bien que soulignant la détente notable de l'inflation. La charge de la preuve s'est donc inversée : la hausse des taux n'est pas conditionnelle à une reprise de l'inflation mais la pause est conditionnelle à un ralentissement de l'activité.

Au Royaume-Uni, les chiffres d'inflation repartent à la hausse avec 8.7% de progression sur un an, dont plus de 18% pour la composante alimentaire. Cela pose clairement un problème de crédibilité de la banque centrale qui a ressenti la nécessité de délivrer une hausse de taux de 50 points de base non anticipée par les économistes.

La banque centrale de Norvège avait emboité le pas quelques heures avant, avec une hausse de 50 points de base également sur fond d'inflation qui accélère à 6.7% et d'une économie particulièrement robuste.

Néanmoins, on constate des divergences d'analyse et l'on assiste même à un assouplissement des conditions monétaires de certaines banques centrales émergentes. Ainsi, la Chine baisse timidement ses taux de référence des emprunts tandis que la Hongrie, la République Tchèque et le Brésil maintiennent le statu quo et s'orientent vers un cycle de baisse des taux d'intérêt. Cette divergence devrait s'amplifier au sein des membres des banques centrales car nous anticipons une poursuite de la désinflation américaine et européenne pour les prochains mois. Les commentaires dissonants au sein de la BCE entre Philip Lane qui prône une approche prudente et Isabel Schnabel qui préfère en faire trop quitte à corriger le tir ultérieurement en sont probablement les prémices.

Cet environnement macro-économique est favorable à la gestion dynamique des devises. Localement, nous prenons des profits sur la position acheteuse d'euro contre dollar US car le discours de la Fed se durcit. A l'approche d'une nouvelle phase de réduction de la liquidité par le besoin d'émission du Trésor américain, des ventes d'actifs et de la dégradation de l'octroi du crédit, les primes de risques nous semblent insuffisamment attractives et nous incitent à la prudence sur les actions. Nous conservons un biais positif sur la duration qui nous semble attractive et protectrice en phase de ralentissement économique comme l'attestent les derniers PMI en zone euro. Nous conservons une vue constructive sur les obligations d'entreprises.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les actions européennes clôturent la semaine dans le rouge en raison des craintes liées à une inflation tenace qui alimente toujours la posture *hawkish* des banques centrales. Trois d'entre elles en Europe (la Banque Nationale Suisse, la Norges Bank en Norvège et la Banque d'Angleterre) ont d'ailleurs procédé à un relèvement des taux directeurs, tout en prévenant que d'autres hausses pourraient suivre. A ces craintes autour de la politique monétaire viennent s'ajouter des indicateurs économiques décevants : les PMI de la zone euro sont sortis sous les attentes et en baisse séquentielle, aussi bien pour la composante service que manufacturière.

Au niveau des secteurs, les ressources de base ont subi la plus forte baisse de cette semaine et plus généralement ce fut le cas pour tous les secteurs cycliques tels que la construction et la consommation discrétionnaire toujours sous pression d'un risque de rebond de l'activité en Chine moins fort qu'anticipé. Le chimiste **Lanxess** a alerté de son côté sur la faiblesse de la demande et revoit ses perspectives de résultats à la baisse, ne constatant pas de reprise récente en Chine contrairement aux attentes.

Des nouvelles plus réjouissantes continuent d'affluer dans le secteur aérien et du tourisme. La bonne santé du segment a en effet été confirmée cette semaine à l'occasion du salon du Bourget, durant lequel **Airbus** a signé la plus grosse commande de l'histoire de l'aviation avec la compagnie indienne **Indigo** portant sur près de 500 appareils. Des signaux encourageants se manifestent également du côté de la demande : ADP (Aéroport de Paris) a indiqué retrouver des niveaux de trafic passagers en mai supérieurs à ceux de 2019. Constat tout aussi enthousiasmant dans l'automobile : les ventes de voitures ont augmenté pour le dixième mois consécutif en Europe (+18% en mai en glissement annuel), portées par la forte demande pour les voitures électriques (+71%). Le segment profite notamment de subventions gouvernementales et de commandes de flottes d'entreprises.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains clôturent les cinq dernières séances légèrement dans le vert avec +0.21% pour le S&P 500 et +0.03% pour le Nasdaq.

Jerome Powell est intervenu cette semaine devant la Chambre des Représentants et le Sénat. Il a fait remarquer que pour réduire l'inflation, il faudra ralentir l'économie jusqu'à ce que la croissance soit inférieure à la tendance. Les remarques ont également abordé brièvement les turbulences bancaires du début de l'année. Jerome Powell a déclaré que ces turbulences avaient servi de rappel pour s'assurer que les pratiques de supervision et de réglementation étaient appropriées. Janet Yellen estime que le risque de récession diminue aux États-Unis et a suggéré qu'un ralentissement des dépenses de consommation pourrait être le prix à payer pour contenir l'inflation, soulignant la solidité du marché de l'emploi.

Sur le front de l'économie, les demandes d'allocations chômage publiées jeudi ont indiqué un marché du travail toujours résilient, avec des demandes d'allocations chômage américaines restées inchangées par rapport à la semaine précédente. Les ventes de logements existants (4.3 millions d'unités vs. 4.25 millions) ont à peine augmenté en mai, les taux d'intérêt hypothécaires élevés continuant à freiner la demande et à décourager les propriétaires de mettre leurs biens en vente. Les mises en chantier aux États-Unis ont atteint, en mai, leur plus haut niveau en 13 mois (1631 k contre 1400 k attendu) tandis que les demandes de permis de construire se sont nettement infléchies à la hausse le mois dernier avec une progression de 5.2% sur un mois contre des attentes à +0.6%.

Du côté des sociétés, le secteur technologique a profité jeudi d'une vague d'achat emmené par **Amazon**. Le groupe de Jeff Bezos a notamment annoncé un plan d'investissement de 100 millions de dollars pour aider ses clients à créer et à gérer des applications liées à l'intelligence artificielle. **Fedex** reculait de 3% en après-marché suite à des prévisions 2024 décevantes. Le groupe de logistique anticipe désormais des BPAs entre 16.50 et 18.50\$ contre 18.31\$ attendu par le consensus. La société explique cet ajustement par un recul des volumes d'expédition suite à la normalisation de la crise sanitaire. **Accenture** reculait jeudi après avoir révisé à la baisse ses prévisions de croissance du chiffre d'affaires pour le trimestre en cours (+8.5% contre 9% auparavant) en raison de possibles restrictions sur les dépenses informatiques des entreprises.

Le secteur bancaire était malmené jeudi (-2.12%) dans la perspective d'un relèvement de 20% des exigences en fonds propres pour les établissements de plus grande taille. En parallèle, l'agence de notation Fitch faisait part de ses craintes d'augmentation des difficultés des banques au second semestre, en raison de l'impact du ralentissement économique.

ACTIONS JAPONAISES

Le NIKKEI 225 s'est replié de 0.66% et le TOPIX a progressé de seulement 0.11% en raison de la faiblesse des marchés boursiers américains, freinés par les hausses de taux évoquées par Jerome Powell et du fait que la hausse ait été limitée au marché japonais en juin. Le NIKKEI 225 et le TOPIX ont atteint leurs sommets d'il y a 33 ans, retrouvant respectivement leurs niveaux de mars 1990 et juillet 1990.

Le secteur du transport aérien a progressé de 5.62% après un rapport soulignant le nombre élevé de touristes étrangers au mois de mai. **ANA**, l'acteur majeur du transport aérien, a progressé de 4.66%. Le secteur du commerce de gros a encore gagné 4.95%, les sociétés de commerce ayant bénéficié de l'annonce d'un investissement supplémentaire de Warren Buffet. A titre d'exemple, le titre de la société de commerce **Marubeni** s'est envolé de 9.65%. Le secteur bancaire a progressé de 3.06%, alors que les taux américains ont augmenté sur fond de commentaires agressifs de responsables de la Fed incluant Jerome Powell. En revanche, les secteurs des appareils électriques et du matériel de transport ont respectivement perdu 2.02% et 1.82%, les valeurs de croissance et les exportateurs ayant subi des prises de bénéfices après une forte hausse. Les métaux non ferreux se sont repliés de 1.75% en raison de la baisse des prix des matières premières, due à la lenteur de la reprise chinoise. La compagnie minière **Sumitomo Metal Mining** a baissé de 3.84%.

Canon, fabricant de machines de bureau et de précision, a gagné 7.04% après l'annonce d'un nouveau rachat de 16 millions d'actions (1.6% des actions en circulation) cette année. **Tokyo Electron**, un fabricant d'équipements de semi-conducteurs et **Nitori** une chaîne de magasins de meubles, ont perdu respectivement 3.35% et 3.01% en raison de prises de bénéfices.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY est restée solide, passant d'un peu plus de 140 à un peu plus de 143, la position accommodante de la Banque du Japon et l'agressivité de la Fed ayant été confirmées lors des récentes réunions de politique monétaire.

L'Office national du tourisme japonais a annoncé que le nombre de visiteurs étrangers au Japon avait été légèrement inférieur à 1.9 million en mai, soit un peu moins que le record post-pandémie de 1.95 million atteint en avril. Le nombre de voyageurs en provenance de Chine, qui occupaient auparavant la 1^{ère} place sur le marché du tourisme japonais, a augmenté de 24% pour atteindre 134 400 en mai, un chiffre toutefois encore nettement inférieur au niveau de 2019.

MARCHÉS EMERGENTS

À la clôture de jeudi, l'indice MSCI EM avait reculé de 2.1 %. Les marchés brésilien et indien ont surperformé, progressant respectivement de 0.9 % et 0.2 %. Le marché coréen a perdu 3%, tandis que les actions chinoises ont abandonné 4.2 % au cours d'une semaine limitée à trois journées.

En **Chine**, les mesures de relance ont quelque peu déçu : la PBC a réduit les taux à 1 an et à 5 ans de 10 points de base, respectivement à 3.55 % et 4.20 %. Tandis que l'allègement fiscal pour l'achat de véhicules électriques (NEV) a été prolongé de 4 ans, pour un montant total de 72 milliards de dollars USD. La visite d'Antony Blinken en Chine s'est achevée par une rencontre surprise avec le président Xi Jinping, jugée constructive par les deux parties. Mais le président Biden a sapé ces efforts en qualifiant Xi Jinping de « dictateur » dans le cadre d'une campagne de collecte de fonds. **Alibaba** continue d'accélérer sa restructuration en réintégrant son cofondateur, Joe Tsai, en tant que nouveau président, tandis que l'actuel PDG et président Daniel Zhang se concentrera sur le développement d'Alicloud. **CATL** a annoncé la construction d'une usine d'extraction de lithium en Bolivie, pour un montant de 1.4 milliard de dollars. La société **CYVN Holdings**, soutenue par Abu Dhabi, investira 1.1 milliard de dollars dans **Nio**. De son côté, **AstraZeneca** prévoit de scinder ses activités en Chine afin de les coter séparément à Hong Kong.

À **Taïwan**, les commandes à l'exportation restent à la traîne, affichant un recul de 17.6 % en glissement annuel en mai. Après la revue de MSCI, la Corée du Sud est maintenue sur la liste des marchés émergents. Il semblerait que **LG Chem** cherche à céder une participation de 1.6 milliard de dollars dans LG Energy Solution pour financer ses investissements dans les cathodes LFP.

Lors de sa visite aux États-Unis, le Premier ministre indien Narendra Modi a annoncé avec le Président américain une série d'accords portant sur le partenariat en matière de défense, la sécurisation des chaînes logistiques dans le domaine des semi-conducteurs et des minéraux critiques, ainsi que le renforcement de la coopération en matière de recherche et de développement dans divers secteurs. Le gouvernement indien a voté un montant de 2.1 milliards de dollars pour le PLI 2.0 relatif au matériel informatique, sachant que 363 millions de dollars d'aides ont déjà été déboursés dans le cadre de 8 PLI pour l'exercice fiscal 2023. Les autorités ont parallèlement approuvé un projet de 2.7 milliards de dollars porté par **Micron Technology**, visant la création d'une unité de test et d'emballage de semi-conducteurs dans le cadre de ce PLI. **General Electric** prévoit de fabriquer des moteurs F414 avec l'entreprise publique indienne **Hindustan Aeronautics**. De son côté, **Indigo** a commandé 500 avions de la famille **Airbus A320** lors du salon de l'aéronautique et de l'espace de Paris.

Au **Brésil**, la banque centrale a maintenu ses taux directeurs à 13.75 %, leur plus haut niveau depuis six ans et n'envisage pas de baisse à court terme. Le Brésil prépare une réforme fiscale qui comprendra des fonds de compensation au profit des États qui perdent de l'argent dans le processus. **Casino** a annoncé la vente de sa participation résiduelle de 11.7 % dans **ASSAI**. **Sunazo** a annoncé une hausse de ses tarifs de 30\$ en Chine.

Au **Mexique**, **Banxico**, la banque centrale a confirmé les attentes du marché en maintenant les taux directeurs inchangés à 11.25 %, alors que l'inflation a continué à ralentir - de 5.67 % à 5.18 % - dans la première quinzaine de juin. Grâce à la demande intérieure, le PIB mexicain du 1^{er} trimestre 2023 a finalement progressé de 1.0 % en glissement trimestriel, soit une accélération par rapport au 4^e trimestre 2022 (0.5 %).

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Dans la lignée de la semaine précédente, le segment obligataire a légèrement souffert (tendance à jeudi soir) en raison à la fois des taux et des primes sur les segments du High Yield. Le taux 5 ans allemand s'établissait à 2.64% jeudi soir, soit 6 points de base plus haut qu'à la clôture la semaine précédente. Les taux vendredi matin connaissent un fort rallye de près de -15 points de base, sur fond de chiffres des indices PMI décevants laissant pointer des incertitudes sur la situation macro-économique. Les primes de crédit de l'Investment Grade ont fait preuve de résilience, se stabilisant autour de 160 points de base. A contrario les primes sur les obligations du High Yield se sont écartées tant sur le marché cash de 425 à 440 points de base, que sur les indices synthétiques où l'indice Crossover qui affichait 400 points de base à la baisse vendredi dernier s'établit ce jour à près de 415 points de base.

Les performances de cette semaine - à jeudi soir - soulignent ces mouvements de marchés. L'Investment Grade perd 0.21% au cours de la semaine (+1.70% depuis le début de l'année) légèrement pénalisé par l'effet taux mais épargné sur les primes. Sur le segment du High Yield, la semaine a été plus difficile, affichant une performance de -0.50% mais la classe d'actifs reste néanmoins très largement positive depuis le début de l'année avec une performance de +4.40%. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires de l'Investment Grade s'établit à 4.45% et à 7.5% pour le High Yield, ce qui reste de très bons points d'entrée en terme de portage. Ces niveaux de marché continuent de refléter un scénario d'incertitude macro-économique (*soft recession* à venir) dans un contexte où les résultats des entreprises demeurent dans leur ensemble plutôt de bonne facture et tendent à soutenir une certaine résilience du tissu économique.

Côté primaire, le marché du High Yield a retrouvé un peu d'activité avec notamment les émissions de **Playtech** (BB) avec un coupon de 5.875%, une maturité 2028 pour un montant de 300 millions d'euros et celle de **Pepco** (BB-), avec un coupon de 7.25% et une maturité 2028.

Enfin, sur le segment des obligations hybrides et plus particulièrement le secteur des foncières, l'actualité de la semaine est dominée par l'offre d'échange d'**Unibail**. L'offre concerne l'hybride callable en juillet 2023 pour une nouvelle émission assortie d'une soulte en cash de l'ordre de 15% de la part, une nouvelle perçue de façon positive par le marché.

Sur le front de la dette financière, les primes sur les CoCos euro se sont écartées d'environ 50 points de base sur la semaine dans le sillage des actifs risqués. Elles s'établissent, jeudi, à des niveaux proches de 850 points de base au call après s'être bien comportées sur le mois écoulé. Le marché primaire des financières reste cependant actif en particulier sur les segments Senior et Tier 2, à l'instar de la nouvelle émission T2 **Achmea** 6.75% 2043 et celle d'**Alpha Bank** : Senior Preferred 6.875% 2029. Depuis l'épisode **Credit Suisse**, il n'y a pas eu d'autres émissions AT1 hormis BBVA et Bank of Cyprus.

CONVERTIBLES

Les commentaires du président de la Réserve fédérale ont pesé sur les marchés cette semaine. Le secteur de la technologie a particulièrement souffert, tandis que les secteurs de la santé et de la consommation ont bien résisté.

En Europe, certains articles de presse suggèrent que **Vodafone** aurait mandaté une banque d'investissement pour analyser les options de sa filiale espagnole. Plusieurs entreprises de

télécommunications, telles que **Cellnex** et **Telecom Italia**, ont été identifiées parmi les principales cibles potentielles de rachat.

En Asie, **Cathay Airways** a fortement progressé, l'entreprise tablant sur l'essor des activités de fret au 2nd semestre, lorsque le nombre de passagers dans les aéroports reviendra à la moitié du niveau pré-pandémie.

Aux États-Unis, la société spécialisée dans les sciences de la vie **Exact Sciences** a publié des analyses très encourageantes concernant son nouveau test **Cologuard**, utilisé pour le dépistage du cancer colorectal.

Le marché primaire a également été actif, restant toutefois limité à des transactions modestes, destinées principalement à refinancer des dettes. En Europe, **SGL Carbon** a émis 118 millions d'euros d'obligations convertibles pour refinancer sa dette obligataire à échéance 2024. Aux États-Unis, **World Kinect**, une entreprise de services logistiques et **Cerence**, un fournisseur de logiciels d'application, ont émis respectivement 250 millions de dollars et 200 millions de dollars d'obligations convertibles arrivant à échéance en 2028.

Achévé de rédiger le 23 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