



FLASH MARCHÉS : LES MARCHÉS DÉFIENT LES BANQUES CENTRALES

- *Les marchés d'actions ignorent les annonces de la Fed et la BCE et poursuivent leur ascension à un niveau supérieur à celui de mars 2022.*
- *La Fed et la BCE poursuivent leur rhétorique restrictive face à l'inflation, crédibilisant de nouvelles hausses des taux directeurs en zone euro et aux États-Unis après la pause de juin.*
- *Nous maintenons notre position défensive sur les actions. Sur les marchés de taux, la duration nous paraît toujours à la fois attractive et protectrice.*

Les marchés d'actions ignorent les annonces de la Fed et de la BCE et poursuivent leur ascension à un niveau supérieur à celui de mars 2022, lorsque la Fed avait entamé son cycle de hausse de taux le plus rapide depuis quarante ans.

C'est grâce aux valeurs technologiques américaines que la hausse du S&P 500 est ininterrompue cette année, 10 valeurs ayant contribué à 90% de la progression du marché.

Et pourtant les banques centrales, Fed et BCE, poursuivent leur rhétorique restrictive face à l'inflation, crédibilisant de nouvelles hausses des taux directeurs en zone euro et aux États-Unis après la pause de juin. Le relèvement des taux euro de court terme a contribué à la hausse de la parité euro/dollar qui atteint la zone des 1.095.

Côté BCE, une « pause » pourrait s'engager à la rentrée de septembre, si les conditions favorables à l'arrêt du cycle de relèvement des taux directeurs sont réunies, avec plusieurs mois de tassement de l'inflation sous-jacente. La BCE a néanmoins relevé une nouvelle fois ses prévisions d'inflation pour 2023, 2024 et 2025, un aveu de son incapacité à faire refluer l'inflation vers sa cible avant 2026. Son scénario d'inflation à horizon 2025 table ainsi sur un retour crédible à 2.3%, mais toujours au-dessus de la cible des 2%.

Aux États-Unis, la Fed a opté pour une pause dans ses relèvements de taux directeurs inchangés à 5-5.25% en raison de la rapidité des resserrements depuis mars 2022 et de la nécessité de mieux apprécier les conséquences du stress bancaire qui perdure. Les membres du comité actent de la résilience de l'économie et du marché du travail et se positionnent néanmoins dans leurs prévisions (« dots ») pour une nouvelle hausse en juillet.

La Banque du Japon (BoJ) a, pour sa part, et sans surprise, décidé de maintenir inchangée sa politique monétaire accommodante. Elle poursuit ses achats de titres avec une cible à 0% sur les taux souverains à 10 ans +/- 50 points de base, tout en restant attentive à l'évolution de l'inflation salariale. Ceci a de nouveau pesé sur le yen face au dollar qui touche les 141¥.

En Chine, la banque centrale accentue son soutien monétaire à une économie qui peine à se relancer. Elle a ainsi réduit ses taux directeurs à court terme et 1 an, de 10 points de base afin de stimuler l'investissement et la consommation. La production industrielle est effectivement en phase de ralentissement à +3.5% en glissement annuel (+5.6% en avril) et le rebond des ventes au détail a de nouveau déçu les attentes à +12.7% en glissement annuel. L'investissement dans le secteur privé est en contraction sur un an en raison du repli du secteur immobilier.

Enfin, sur le front de l'énergie, après des mois de correction, les prix du gaz repartent fortement à la hausse à 41 €/MWh, en raison notamment de l'annonce de la fermeture plus rapide qu'anticipé du plus important gisement d'Europe, aux Pays-Bas.

Notre position défensive sur les actions est ainsi maintenue, la duration sur les marchés de taux nous paraissant toujours à la fois attractive et protectrice en phase de ralentissement économique du fait d'une contraction progressive des octrois de crédit. La divergence des politiques monétaires entre la BCE et la Fed nous amène encore à favoriser l'euro contre le dollar.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens terminent la semaine en légère hausse. Les actifs cycliques rebondissent et ressortent comme les principaux gagnants de la semaine. Poussés par ce mouvement d'appétit pour le risque, les prix du pétrole remontent légèrement alors que les prix du gaz décollent suite à des problèmes opérationnels sur trois gisements en Norvège.

Du côté macro, si la décision de la BCE de relever ses taux directeurs de +25 points de base n'a surpris personne, les prévisions d'inflation de ses équipes ont étonné plus d'un investisseur. L'institution a nettement relevé sa projection pour l'inflation sous-jacente en 2024 (3.0% vs 2.5% précédemment) et ne table pas sur un retour à la cible de 2% même à l'horizon 2025 (2.3% vs 2.2% auparavant), ce qui semble de nature à justifier de nouvelles hausses dans les prochains mois. Sur le marché de l'emploi, les données récentes au Royaume-Uni attestent de tensions salariales encore excessives et d'un marché toujours tendu. La semaine a également été marquée par l'annonce du décès de l'ancien Premier ministre italien, Silvio Berlusconi. Figure centrale du parti Forza Italia, son décès pourrait entraîner un effacement de son parti au sein de la coalition tripartite de nature à renforcer la stabilité du gouvernement en place.

Du côté microéconomique, **Shell** a annoncé revoir à la hausse ses perspectives pour la production de pétrole. L'entreprise qui avait indiqué auparavant réduire entre 1 et 2% par an sa production a annoncé qu'elle allait finalement la garder stable jusqu'en 2030. Dans le même temps, elle va augmenter massivement sa politique de retour à l'actionnaire. Concernant la thématique de l'IA, **Accenture**, l'entreprise de conseil, a annoncé vouloir investir 3 milliards sur les trois prochaines années afin de doubler ses effectifs sur cette spécialité. De son côté, **Ubisoft** a révélé suivre de près les opportunités présentes dans le secteur des jeux vidéo, en particulier la réalité virtuelle, signe que cette technologie est un virage important à prendre pour bon nombre d'industries.

Dans le secteur bancaire, **Deutsche Bank** envoie un signal d'alerte sur les revenus de trading qui apparaissent plus faibles qu'attendu avec une baisse de ses revenus d'au moins 15%. Dans la consommation, **Asos** a renoué avec la rentabilité lors du 3^{ème} trimestre malgré une baisse de ses ventes, signe que sa nouvelle stratégie porte enfin ses fruits. Dans le secteur de l'impression 3D, **Prodways** a annoncé réviser à la baisse ses objectifs 2023. Pénalisée par l'attentisme des clients pour de nouveaux projets industriels, la société maintient toutefois ses objectifs à horizon 2028. Enfin, on peut citer l'annonce d'une potentielle fusion dans le secteur des télécoms entre les entités anglaises de **Vodafone** et **Hutchison**.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains clôturent la semaine dans le vert avec +3.07% pour le S&P 500 et +4.11% pour le Nasdaq. Le marché a salué la décision de la Fed de mettre en pause son cycle de resserrement monétaire.

La publication d'indicateurs macro-économiques montrant un fléchissement de l'économie américaine (production industrielle à -0.2% au cours du mois de mai vs. +0.5% le mois précédent ; le recul de l'indice d'activité de la Fed de Philadelphie et de l'indice des prix à l'importation : -0.6% sur un mois contre +0.4% en avril) a également conforté les investisseurs sur la perspective d'une politique monétaire moins stricte.

La Fed a, en revanche, précisé que le cycle de resserrement monétaire n'était pas encore terminé. Ses projections sur l'évolution de la politique monétaire ont d'ailleurs été révisées pour intégrer deux nouvelles hausses d'un quart de point d'ici la fin de l'année. Lors de la conférence de presse, Jerome Powell a souligné que les membres du comité étaient favorables à ce que le durcissement monétaire continue, tout en précisant qu'il n'était pas encore acquis que la Fed procéderait à un nouveau relèvement dès le mois de juillet. Les *futures* sur les Fed funds anticipent à 60% une hausse de 25 points de base le mois prochain.

La thématique de l'intelligence artificielle continue de faire progresser les cours. **Microsoft** (+3.2%) a entraîné le rallye sur les valeurs technologiques en atteignant un plus haut historique à plus de 2500 milliards de dollars de capitalisation boursière, suite à des commentaires confiants sur les perspectives du groupe dans l'intelligence artificielle et la contribution de ChatGPT. L'éditeur de logiciels **Adobe** progressait de 3% en après-marché suite à la publication de résultats trimestriels supérieurs aux attentes et un relèvement des prévisions annuelles grâce à la contribution de l'intelligence artificielle.

Le géant de l'assurance-santé américaine, **UnitedHealth Group**, était sous pression mercredi (-6.40%) après avoir abaissé ses prévisions en indiquant que ses coûts allaient dériver en raison de l'augmentation du nombre d'interventions chirurgicales chez les patients âgés qui les avaient reportées pendant la pandémie. La nouvelle a pesé sur l'ensemble du secteur : **Humana** (-11%), **CVS Health** (-7.8%), **Cigna** (-3.1%).

La Commission européenne a accusé **Google** de fausser la concurrence dans le secteur des technologies de publicité en ligne et indiqué qu'elle pourrait ordonner à Google de céder une partie de ses services dans ce domaine à l'issue de son enquête.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX ont progressé de 5.83% et 4.68% respectivement. Les marchés actions japonais ont inscrit un rebond, à la faveur notamment de trois facteurs : 1) des marchés actions américains solides, soutenus par les attentes des investisseurs qui estimaient que la Fed laisserait ses taux d'intérêt inchangés lors de sa réunion de politique monétaire de juin, 2) l'afflux d'investissements étrangers en raison de valorisations relativement attractives et 3) un yen plus faible en raison des attentes concernant la poursuite de la politique monétaire accommodante de la Banque du Japon (BoJ) lors de sa réunion de juin. Le NIKKEI 225 et le TOPIX ont l'un après l'autre atteint leurs plus hauts annuels au cours de cette période.

Le secteur des équipements de transport a bondi de 10.47%, les attentes de reprise de l'économie mondiale et de baisse du yen ayant entraîné un regain d'intérêt pour les actions cycliques. Le commerce de gros a de nouveau gagné 9.24%, alors que les entreprises de commerce général ont continué d'avoir les faveurs des investisseurs. Le secteur des contrats à terme sur titres et sur matières premières a gagné 6.99%, soutenu par la solidité des marchés actions japonais. Seul le secteur du transport maritime a légèrement chuté de 0.37% après l'annonce de la réduction du paiement du dividende d'**Ocean Network Express**, une société d'expédition de conteneurs détenue en coentreprise par trois grandes entreprises de transport maritime japonaises.

Marubeni Corp, une société de commerce général, a bondi de 13.16% pour la raison évoquée plus haut. **Kubota Corp**, un fabricant de machines agricoles, et **Komatsu Ltd.**, un fabricant de machines de construction, ont bondi respectivement de 10.59% et 10.37%, en raison du mouvement d'achat d'actions cycliques indiqué ci-dessus. **Eisai Co., Ltd.**, une société pharmaceutique, a cédé 7.55% sous le coup de prises de bénéfices après le net rebond du cours de son action dû à l'approbation par la FDA américaine de son médicament pour le traitement de la maladie d'Alzheimer « Lecanemab ». **Sekisui House Ltd.**, un promoteur immobilier, a perdu 1.54% après la publication d'un résultat opérationnel sensiblement en deçà du consensus du marché, pénalisé par l'activité de construction de logements aux États-Unis. **East Japan Railway Co.** s'est replié de 1%, car les investisseurs se sont davantage concentrés sur les actions de croissance et les actions cycliques que sur les actions défensives et domestiques.

Sur le marché des changes, l'USD/JPY est resté solide, passant de près de 139 yens pour un dollar à un peu plus de 140 yens, soutenu par les attentes du marché qui anticipent que la BoJ poursuivra sa politique monétaire accommodante avant sa réunion de politique monétaire de juin, tandis que la Fed a maintenu sa position sur de futurs relèvements de taux lors de sa réunion de politique monétaire de juin.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a poursuivi son solide rebond et s'établissait en hausse de 3.1% jeudi, soutenu par la Chine, en progression de 4.3%, dans l'espoir de l'annonce de mesures de relance au cours du week-end. Le Brésil a également rebondi de 5.7%, suivi par Taïwan (+4.6%).

En **Chine**, la Banque populaire de Chine (BPC) a baissé son taux d'intérêt à court terme et sa facilité de crédit à moyen terme de 10 points de base (pb) au cours de la semaine, envoyant ainsi un signal fort qui pourrait laisser entrevoir un assouplissement plus large et un renforcement des mesures de soutien à la croissance après la publication de données macroéconomiques moroses. Les données financières cumulées sont ressorties en deçà des attentes en mai et la production industrielle a progressé de 3.5% en glissement annuel (GA), soit moins que la hausse de 5.6% enregistrée le mois précédent. Le chômage des jeunes a atteint un pic de 20.8%. Sur une note plus positive, la consommation d'électricité en Chine s'est établie en hausse de 10.5% en glissement mensuel (GM). En revanche, les ventes au détail ont légèrement ralenti à +12.7% en GA, contre 18.4% en avril. Le Secrétaire d'État américain, Antony Blinken, doit se rendre à Pékin au cours du week-end pour renouer un dialogue mis à mal et maintenir les lignes de communication ouvertes. Le ministère de l'Investissement saoudien a signé des contrats d'investissement d'un montant de 10 milliards

de dollars US avec des entreprises chinoises dans un large éventail de secteurs, tels que les énergies renouvelables, la recherche automobile, l'immobilier, les minéraux et la chaîne d'approvisionnement. Du côté des entreprises, **Huawei** a revu à la hausse ses prévisions d'expéditions de smartphones pour 2023 de 30 à 40 millions. Les réservations de voyages à l'étranger de **Trip.com** ont été multipliées par 12 en GA pour le prochain Festival des bateaux-dragons.

À **Taïwan**, les ventes mensuelles de **TSMC** ont gagné 19% en glissement mensuel (GM), soit un résultat supérieur au consensus. En **Corée**, le département du Commerce américain devrait autoriser les fabricants de puces sud-coréens et taïwanais à maintenir et à développer leurs activités en prolongeant le délai de grâce.

En **Inde**, l'indice des prix à la consommation (IPC) de mai s'établit à 4.25%, contre 4.75% en avril, soit son chiffre le plus bas depuis avril 2021. La vigueur du trafic aérien domestique ne désarme pas avec un rebond de 36% en GA en mai. Les smartphones sont entrés dans le classement des cinq marchandises les plus exportées en termes de valeur en 2023, soit un résultat presque doublé par rapport à l'année dernière. **Vodafone** a soumis un plan de relance au gouvernement et envisage de lever 70 milliards de roupies auprès des investisseurs. **Ashok Leyland** a conclu un partenariat avec **Aidrivrs** pour la production de tracteurs portuaires électriques autonomes.

Au **Brésil**, les ventes au détail ont cédé 1.6% en GM en avril, soit un chiffre légèrement supérieur aux attentes (-2.2%). Au cours de sa Journée des investisseurs, **Hapvida** a souligné que des ajustements de prix avaient été mis en place (supérieurs aux attentes du consensus). **Itau** a également tenu son Itau Day. La direction a annoncé que la rentabilité des capitaux dans le secteur du détail pourrait être meilleure que prévu en 2023, grâce à la solide croissance des PME, de l'assurance et d'autres lignes de crédit aux particuliers.

Au **Mexique**, **Reforma** a annoncé qu'au moins 30% des entreprises mexicaines bénéficiaient de nouveaux contrats avec des entreprises étrangères nouvellement arrivées.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Une semaine chahutée sur le segment obligataire en raison des forts mouvements de taux à la hausse à la fois en zone euro ainsi qu'aux États-Unis. Malgré la pause annoncée et attendue de la Fed et la hausse de 25 points de base de la BCE ouvrant la voie à une pause, les taux se sont très nettement tendus au cours de la semaine. A titre d'exemple, le taux 5 ans allemand a pris 20 points de base affichant 2.62% vendredi matin et le taux 2 ans allemand affiche désormais 3.12% en provenance de 2.89%. A contrario, les primes de crédit ont bien tenu avec un indice Crossover légèrement plus resserré à 402 points de base. Sur les obligations du High Yield, la tendance est encore plus marquée avec un resserrement d'une quinzaine de points de base des primes, s'installant à 430 points de base. Sur le segment de l'Investment Grade, les primes s'établissent à 158 points de base (4 points de base plus resserrées).

Sans surprise, les performances de la semaine soulignent l'impact de la hausse de taux, avec en première ligne les obligations de l'Investment Grade - où la composante taux reste prégnante - qui perdent 0.5% et affichent désormais une performance de 1.74% depuis le

début de l'année. A contrario, le segment du High Yield ayant une plus faible sensibilité taux et davantage impacté par les mouvements de primes délivre une performance positive de +0.12% au cours de la semaine et 4.80% depuis le début de l'année. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires Investment Grade s'établit à 4.4% et 7.4% pour le marché obligataire du High Yield, ce qui reste de très bons points d'entrée en terme de portage. Ces niveaux de marché continuent de refléter le scénario d'incertitude macroéconomique (*soft récession* à venir) dans un contexte où les résultats des entreprises restent dans leur ensemble plutôt de bonne facture et tendent à soutenir une certaine résilience du tissu économique.

Sur le front de la dette financière, les primes sur les CoCos euro se stabilisent à des niveaux proches de 800 points de base au call. Depuis l'épisode Credit Suisse, la classe d'actifs des CoCos euro était restée calme en terme d'activité primaire. **Bank Of Cyprus** et **BBVA** ont ouvert le bal. Bank Of Cyprus a effectué un échange de son AT1 callable en décembre pour le même montant (220 millions d'euros) d'une obligation perpétuelle callable en 2028 à un coupon de 11.87%. BBVA a sorti en milieu de semaine une nouvelle obligation perpétuelle callable en 2028 pour un milliard d'euros avec un coupon de 8.375%, soit 550 points de base de spreads au call, levant ainsi les incertitudes sur le refinancement de son AT1 callable en septembre 2023. Sur les segments Tier 2 et Senior, le marché primaire est également resté actif avec notamment les émissions de **Abanca** en T2 et **Athora** en Senior. Pour clôturer la semaine parsemée de bonnes nouvelles, S&P a rehaussé la note des banques irlandaises **AIB** et **Bank of Ireland** passant de BBB- à BBB.

CONVERTIBLES

Au cours de la semaine, le marché des obligations convertibles s'est focalisé sur les décisions des banques centrales, de la Fed et de la BCE, avec une performance positive à l'image du marché des actions.

D'un point de vue sectoriel, les secteurs des sociétés aériennes et des croisiéristes affichent une très belle performance au cours de la semaine, comme la société **Carnival** dont l'action progresse de 20%.

De manière plus spécifique, **Siemens** va investir 2 milliards d'euros pour développer ses usines de haute technologie. L'entreprise allemande va construire un nouveau site de 200 millions d'euros à Singapour. Le fabricant a relevé deux fois ses perspectives sur les produits basés sur les logiciels. L'action Siemens gagne plus de 4% au cours de la semaine.

Du côté du primaire, le marché a vu une nouvelle émission japonaise émise par la société de services ferroviaires, **Tokyu Corp**, pour un montant de 60 milliards de yens (430 millions d'euros) en deux tranches 2028 et 2030 avec un coupon de 0% et une prime de 17% pour la maturité 2028 et 12% pour la maturité 2030. Cette émission constitue la plus grosse émission japonaise depuis octobre 2021. Depuis le début de l'année, le marché japonais totalise plus d'un milliard de dollars d'émission de convertibles.

Achevé de rédiger le 16 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