EDMOND
DE ROTHSCHILD

FLASH MARCHÉS : UN CHEMIN DE CRÊTE

• Les forces désinflationnistes s'installent et s'accumulent si l'on en juge le reflux des tensions des prix de matières premières, des biens durables, de l'immobilier et marginalement des salaires.

• Nous serons attentifs à l'issue de la nouvelle saison de résultats, laquelle sera vue comme le juge de paix concernant les valorisations élevées de certains segments de la Bourse américaine.

• Le cap d'investissement est de mettre à profit la détente des rendements obligataires au sein de nos portefeuilles.

A l'heure actuelle, en cette mi-année 2023, la résilience des économies reste de mise, caractérisée notamment par une absence de hausse significative du chômage, de contraction de la consommation et des profits des entreprises. A ce titre, le mix croissance-inflation se situe jusqu'à présent à la bonne température pour les marchés financiers, actions comme taux d'intérêt dans son ensemble. Mais jusqu'à quand ? Telle est la cruciale question des six à neuf prochains mois.

A ce stade, du côté de l'activité, les services, qui représentent la grande majorité du PIB des économies avancées, ont poursuivi leur reprise durant les premiers mois de l'année. Cela étant, la tendance semble s'essoufler. Après cinq hausses à la file, le PMI services global a reflué en juin. Selon les enquêtes PMI, c'est en Europe que le retournement apparaît le plus net (-3,1 points à 52 en zone euro, -4,5 points à 48 en France). Notons aussi qu'en Chine, la confiance dans les services est en repli.

Dans le secteur manufacturier, le climat des affaires continue de s'affaisser en territoire récessif en juin. Le PMI manufacturier est inférieur au seuil critique de 50 points dans environ 85% des pays renseignés. Le repli est assez modeste à l'échelon global. Il est nettement plus marqué en Europe, notamment en Allemagne. Les directeurs d'achat font état d'une rechute des nouvelles commandes et de la baisse des prix des produits entrants. La morosité des industriels traduit pour partie la faiblesse des échanges internationaux avec un volume des exportations stagnant depuis fin 2022.

Du côté de la dynamique des prix, les forces désinflationnistes s'installent et s'accumulent si l'on en juge le reflux des tensions des prix de matières premières, des biens durables, de l'immobilier et marginalement des salaires. A l'échelon global, la hausse des prix à la production est revenue autour de 1% sur un an en mai (le rythme est même négatif en Chine, en Europe et aux Etats-Unis), vs un pic à plus de 18% un an plus tôt ; celle du CPI s'approche de 6%, vs un pic à 9,5%.

Notons néanmoins le cas particulier du Royaume-Uni, où l'emballement des prix a été assez général, allant des services de logements (par exemple, on note une hausse du prix des nouveaux loyers à Londres de 13% sur un an) aux biens en passant par l'alimentation et la santé. Seule la composante énergétique s'est vraiment retournée. Malgré une hausse des taux directeurs plus précoce et plus soutenue qu'en zone euro, la BoE n'a pas encore réussi

à atténuer le choc d'inflation même si les derniers chiffres d'inflation parus au cours de la semaine montrent des premiers signes d'accalmie.

En termes d'attente de résultats des entreprises, la plus grande attention aux risques de ralentissement des indicateurs économiques a globalement conduit à des révisions à la baisse des anticipations de bénéfices. Les analystes s'attendent en moyenne à une baisse sur un an de 13% des bénéfices pour l'Eurostoxx 50 et de 8% pour les sociétés cotées aux Etats-Unis. Pour mémoire, au premier trimestre, ils anticipaient un recul de 7% à 8% et finalement, les profits se sont repliés de 2% seulement. Nous serons ainsi attentifs à l'issue de cette nouvelle saison de résultats, laquelle sera vue comme le juge de paix concernant les valorisations élevées de certains segments de la Bourse américaine. Nous scruterons aussi de près les impacts liés aux devises, et notamment à l'appréciation du taux de change effectif de l'euro, sur les orientations de bénéfices des entreprises de la zone euro.

En termes d'allocation d'actifs, l'environnement qui se dessine pour les prochains mois va centrer l'attention davantage sur les perspectives de croissance que sur l'atteinte du taux terminal et ceci nous incite à renforcer l'exposition aux marchés obligataires gouvernementaux, ce que nous avons fait graduellement ces dernières semaines. Nous avons accentué cette tendance la semaine précédente lorsque les taux à 10 ans, américains et allemands, ont brusquement dépassé les seuils que nous avions identifiés comme offrant des opportunités d'achat. Le cap d'investissement est bien de mettre à profit la détente des rendements obligataires au sein de nos portefeuilles. Nous conservons ainsi une préférence pour le rendement offert sur les marchés de taux et une certaine prudence sur les actifs risqués à l'approche d'une nouvelle phase de réduction de la liquidité. Cette surexposition sur la duration nous paraît attractive et protectrice en phase de ralentissement économique et de poursuite de la désinflation comme l'attestent les derniers indices CPI.

ACTIONS EUROPÉENNES

En Europe, le détail de l'enquête de l'Insee du mois de juillet renforce globalement les perspectives d'un ralentissement progressif de l'activité, avec comme conséquence une normalisation de l'inflation et du marché de l'emploi. Aux Etats-Unis, les inscriptions hebdomadaires au chômage ressortent plus faibles qu'anticipé, signal également de la lente normalisation du marché du travail.

La semaine est surtout marquée par les premiers résultats des sociétés pour le deuxième trimestre. Les publications au sein des acteurs de la Tech s'affichent en demi-teinte et sont globalement sanctionnées, à l'image de **TSMC** qui pèse sur l'ensemble du segment des semi-conducteurs. **ASML** ne parvient ainsi pas à rassurer malgré des résultats de bonne facture. Le relèvement des perspectives pour le reste de l'année ainsi que la bonne tenue de la demande chinoise ne parviennent pas à effacer le ton prudent adopté par le groupe, notamment sur la persistance des incertitudes macroéconomiques à court terme.

Les indices européens résistent cependant globalement bien à ce premier épisode de turbulences, profitant à l'opposé de communications plus positives au sein du secteur des ressources de base, qui propulse le marché britannique en tête de peloton. **ABB** rassure pour sa part quant à la résilience de l'industrie européenne. Le groupe d'ingénierie a ainsi dévoilé des résultats robustes marqués par une amélioration de ses bénéfices et de sa rentabilité, preuve de son *pricing power* dans un contexte de forte demande, tandis que les perspectives restent bien orientées pour le reste de l'année.

Pas de signes d'amélioration en vue pour le secteur des télécommunications européen en revanche, alors que **Tele2** s'effondre après avoir lancé un avertissement concernant l'envolée de ses dépenses d'investissement, ce qui alimente les doutes quant à la capacité des acteurs du secteur à les financer face à la forte remontée des taux d'intérêts. Cela intervient dans un contexte d'assombrissement global des perspectives du secteur après que des sociétés comme **Ericsson** et **Nokia** ont déjà abaissé leurs prévisions du fait du ralentissement de la demande.

Enfin, les entreprises du secteur du luxe payent quant à elles le retour des craintes d'une croissance économique durablement affaiblie en Chine. Le groupe **Richemont** a dévoilé des résultats décevants en raison d'une demande bien plus faible qu'attendu aux Etats-Unis, ainsi que du risque de voir la situation encore empirer dans les mois à venir.

ACTIONS AMÉRICAINES

La saison des résultats démarre aux Etats-Unis avec les banques et leurs commentaires encourageants sur le rétablissement du secteur et la stabilité du dépôt.

Au niveau macro-économique, l'indice d'activité de la région de New York est ressorti légèrement au-dessus des attentes à 1,1 contre -3,5 attendu par le consensus. Dans le détail, les composantes sur les prix payés et les prix reçus se sont nettement contractées pour revenir sur les niveaux de mi-2020. Les chiffres publiés concernant le secteur de la construction ont conforté l'idée d'un ralentissement en douceur de l'économie : mises en chantier à 1,43M vs. 1,48M attendu ; permis de construire à 1,44M contre 1,48M anticipé. Les ventes au détail ont ralenti au mois de juin à +0,2% sur un mois contre +0,5% le mois précédent.

Le secteur des télécoms était sous pression suite à la publication d'un article du Wall Street Journal faisant part de la présence de plomb potentiellement toxique sur les câbles des différents opérateurs. Il a ensuite nettement rebondi suite à la réponse d'**AT&T** qui indique que cela concernerait moins de 10% de son réseau filaire et que le groupe procédait à leur remplacement progressif.

Netflix enregistrait un repli de 7% en après-marché suite à la publication d'un chiffre d'affaires trimestriel et de prévisions inférieurs aux attentes, éclipsant le gain de 5,9 millions de nouveaux clients en streaming d'avril à juin. **Tesla** reculait en après-marché en raison d'un pincement des marges au 2ème trimestre avec une marge brute au plus bas depuis trois ans à 18,2%. Elon Musk a néanmoins indiqué qu'il continuerait de faire baisser les prix si les taux d'intérêt continuaient de monter. **Ford** reculait jeudi de 6% après avoir annoncé à son tour une forte réduction des prix (de -6 à -15%) de son pick-up électrique F-150 Lightning. Cette annonce était concomitante avec celle de Tesla sur la production de son premier pick-up électrique : Cybertruck.

Le secteur tech est resté bien entouré : **Microsoft** progressait de 4% après avoir indiqué que sa suite de logiciels Office (Word, Excel, Powerpoint, Outlook, Teams) allait désormais intégrer des fonctionnalités d'intelligence artificielle générative. L'annonce du prix additionnel de 30$ par licence a largement dépassé toutes les attentes du marché. **Nvidia** atteignait pour sa part un nouveau record historique en clôture avec une capitalisation de 1145Mds$. **IBM** en revanche reculait de 1% en après-marché suite à des résultats légèrement sous les attentes en raison d'un recul des ventes de serveurs. Le groupe a néanmoins réitéré ses prévisions de ventes pour l'année à +3-5%, ainsi que de FCF à +10,5Mds$.

ACTIONS JAPONAISES

Les indices NIKKEI 225 et TOPIX ont gagné 1,71% et 1,77%, respectivement. Après une correction brutale depuis le début du mois de juillet, les marchés actions japonais ont rebondi grâce à 1) la vigueur des places boursières américaines dans le sillage de statistiques économiques plus faibles que prévu et 2) au recul du yen après la déclaration du gouverneur de la BOJ, Kazuo Ueda, qui a indiqué vouloir maintenir une politique monétaire ultra-accommodante pendant un certain temps, lors de la réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales du G20.

Les secteurs du Transport maritime et du Fer et de l'Acier ont progressé de 5,88% et de 3,9%, les investisseurs ayant privilégié les titres value au détriment des valeurs de croissance. Le secteur des Équipements de transport a gagné 3,53% à la faveur d'une dépréciation du yen. En revanche, les secteurs de la Pêche, de l'Agriculture et de la Sylviculture et du Commerce de détail ont perdu respectivement 1,92% et 1,12%, les investisseurs ayant délaissé les secteurs exposés à la demande intérieure en faveur des secteurs cycliques. Le secteur de l'Assurance a reculé de 1,54% en raison d'une baisse des taux d'intérêt, alors que les craintes inflationnistes aux États-Unis se sont temporairement dissipées.

Le groupe pharmaceutique **Eisai Co.** a gagné 7,08%, les investisseurs ayant recherché son titre qui, après avoir fortement chuté suite à des prises de bénéfices, a repris des couleurs après l'annonce de l'approbation par la FDA américaine de son traitement contre la maladie d'Alzheimer, le « Lecanemab ». Le constructeur automobile **Nissan Motor Co.** a progressé de 6,63% grâce à l'affaiblissement du yen. La société de négoce **Marubeni Corp.** s'est adjugé 5,37% sur fond de remontée du prix du blé, les exportations de l'Ukraine ayant été rendues pratiquement impossibles par la menace d'attaques proférées par la Russie contre tout navire quittant les ports ukrainiens via la mer Noire. Quant à **Daiichi Life Holdings Inc.**, un assureur-vie, son titre a chuté de 3,21% en raison de la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et des données économiques américaines plus faibles que prévu. La chaîne de supermarchés **Aeon Co.** et le fabricant de produits d'hygiène jetables et de produits d'entretien ménager **Unicharm Corp.** ont perdu respectivement 2,59% et 2,56%. Les investisseurs ont en effet délaissé les valeurs exposées à la demande intérieure pour privilégier les valeurs cycliques.

Sur le marché des changes, la parité USD/JPY s'est renforcée, passant de près de 138 à environ 140, la perspective d'un ajustement de la politique de contrôle de la courbe des taux de la Banque du Japon ayant diminué.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a cédé 1% entre lundi et jeudi. C'est le marché chinois qui a le plus souffert, avec une baisse de 3,1%, tandis que Taïwan et la Corée ont cédé respectivement 1,6% et 1,7%. Le marché indien a poursuivi sa marche en avant, avec un gain de 1,4%. Le Brésil, quant à lui, a clôturé la semaine sur une note légèrement positive.

En **Chine**, le PIB du deuxième trimestre a augmenté de 6,3%, une croissance inférieure aux anticipations (7,1%). Les ventes au détail de juin ont augmenté de 3,1% en glissement annuel, un chiffre également inférieur aux estimations. La production industrielle a dépassé les prévisions, avec une croissance de 4,4% en glissement annuel. Par ailleurs, le taux de chômage des jeunes a atteint un nouveau record en juin, à 21,3%. Les politiques menées apportent un soutien de plus en plus marqué. Le gouvernement envisage d'assouplir les conditions d'octroi des crédits immobiliers dans les grandes villes, en réduisant les limites

imposées aux achats de logements pour les personnes ayant déjà contracté un prêt immobilier. D'autres mesures visant à stimuler la consommation des ménages ont été annoncées, notamment pour les appareils électroménagers. Les autorités souhaitent également attirer des investissements étrangers et augmenter les salaires. Le Conseil d'État (State Council) a annoncé de nouvelles préconisations pour relancer l'économie privée, dans le cadre d'un plan en 31 points comprenant notamment des mesures de soutien financier et des droits de propriété intellectuelle.

L'envoyé américain pour le climat, M. Kerry, a rencontré de hauts responsables chinois, ce qui a permis de renforcer la stabilité des relations entre les deux pays. Un terrain d'entente semble avoir été trouvé et les représentants américains et chinois se rencontreront à nouveau prochainement sur la question climatique. Sur le front des entreprises, **Sunny Optical** a lancé un avertissement sur résultats pour le 2ème trimestre 2023, en raison de l'atonie de la demande sur le marché mondial des smartphones et de l'intensification de la concurrence. **CATL** a créé une co-entreprise dans le domaine de l'aviation avec **COMAC**, un constructeur aéronautique chinois, qui pourrait se lancer dans les avions électriques.

À **Taïwan**, **TSMC** a annoncé des bénéfices conformes aux estimations pour le 2ème trimestre 2023, mais des prévisions pour le 3ème trimestre 2023 et l'ensemble de l'année inférieures aux attentes. À plus long terme, la direction s'est dite plus optimiste, avec un taux de croissance annuel composé du chiffre d'affaires entre 15 et 20% (sur la période 2021-26), grâce à des gains de parts de marché et à des marges à long terme supérieures à 53%.

En **Inde**, **HDFC Bank** a annoncé des résultats positifs, marqués par une croissance de 16% des prêts, grâce à une gestion des risques plus rigoureuse. Les résultats d'**Avenue Supermarkets** annoncés en juin ont été décevants, en raison de la baisse des marges et des difficultés liées à une inflation élevée. Le chiffre d'affaires de **TCS** a augmenté de 7% en glissement annuel, en ligne avec des attentes assez modestes. **Infosys** a conclu un accord-cadre de 2 milliards de dollars pour des applications d'IA/automatisation, mais a révisé à la baisse ses prévisions de chiffre d'affaires pour l'exercice 2024 entre 1 et 3,5%.

Au **Brésil**, l'indice d'activité mensuel de la Banque centrale pour le mois de mai a montré une baisse plus importante que prévu de 2% en variation mensuelle (CVS), ce qui accroît la probabilité d'une réduction des taux en août/septembre. Le gouvernement a mis en place un programme baptisé « Desenrola », qui prévoit de consacrer 10 milliards de dollars au refinancement de la dette des banques liée au crédit à la consommation. Il prévoit également de lancer un Fundo de Financiamento Estudantil (FIES) dédié au financement de la dette des étudiants. Sur le front des entreprises, **Weg Motors** a annoncé des résultats supérieurs aux prévisions pour le deuxième trimestre de son exercice 2024, grâce à des marges d'EBITDA plus élevées (22,4%), liées à l'augmentation des ventes de transformateurs aux États-Unis et au Mexique et à la baisse des prix des matières premières.

Au **Mexique**, **Banorte** a annoncé de bons résultats pour le 2ème trimestre 2023, grâce à une efficience accrue et à une croissance soutenue du crédit de 19% en glissement annuel (5% en variation trimestrielle).

La **Russie** a décidé de mettre fin à l'accord d'exportation de céréales avec l'Ukraine, ce qui a entraîné une hausse des prix du blé.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Les marchés de crédit sont restés calmes au cours de la semaine, affichant des performances total return positives de 0,4% et 0,6% sur l'Investment Grade et le High Yield respectivement, dans un contexte de faible volatilité. Dans l'attente des résultats des entreprises non financières, le marché primaire IG a vu **DS Smith** émettre 1,5 milliard d'euros sur les maturités 4 et 7 ans et des coupons proches de 4,5%, ainsi que **Terna** émettre 650 millions à 10 ans. Côté High Yield, la société irlandaise **Energia** a refinancé sa dette et payé un dividende à son actionnaire en émettant 600 millions d'euros à 5 ans pour un taux de 6,875%. Côté financières, le marché des CoCo demeure solide, dans le sillage des résultats des stress tests britanniques montrant la robustesse de son secteur bancaire et des résultats du deuxième trimestre 2023 des banques nordiques globalement au-dessus des attentes. Le marché primaire est en revanche relativement calme du fait de l'entrée en période de résultats. Notons tout de même l'émission senior de **Bank of Cyprus**, €350m avec un coupon de 7,375%.

CONVERTIBLES

La semaine s'est révélée très chargée sur le marché des obligations convertibles. En Asie, les émetteurs coréens sont toujours au centre de l'attention, avec une demande soutenue et des performances solides, tandis que le marché de Hong Kong reste sous pression. Les promoteurs chinois, dont **Country Garden**, ont poursuivi leur marche en avant après l'annonce d'un assouplissement des restrictions à l'achat de logements dans les plus grandes villes du pays.

En Europe, les résultats du premier semestre 2023 d'**Ocado** se sont révélés meilleurs que prévu, notamment grâce à son pôle Solutions dont l'excédent brut d'exploitation (EBITDA) est devenu positif plus tôt que prévu. Aux États-Unis, **American Airlines** a révisé à la hausse ses prévisions pour l'ensemble de l'année, après des résultats du deuxième trimestre supérieurs aux attentes. Le titre d'**Alnylam** a également été très actif, la société ayant annoncé des résultats positifs lors de l'essai clinique d'une thérapie expérimentale contre la maladie d'Alzheimer.

Achevé de rédiger le 21 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 techniques 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