



FLASH MARCHÉS : DES MARCHÉS OBLIGATAIRES SECOUÉS PAR LE REBOND SURPRISE DE L'INFLATION

- *Dans le sillage des publications d'inflation canadiennes et australiennes, les taux américains sont remontés cette semaine.*
- *Nous demeurons prudents sur la dette souveraine française que nous sous-pondérons dans l'attente d'un meilleur point d'entrée.*
- *Sur les actions, nous maintenons notre biais neutre dans l'attente de meilleurs points d'achat.*

L'Australie et le Canada ont créé la surprise cette semaine avec des publications d'inflation plus fortes qu'attendues. Les anticipations du marché de taux se sont immédiatement ajustées : en Australie, une dernière hausse des taux est désormais envisagée et au Canada, le cycle de baisse des taux débuté le 4 juin devrait se faire plus prudemment. Au Canada, le rebond de l'inflation semble essentiellement le fait d'un rebond des loyers, tandis les autres composantes semblent confirmer une trajectoire de reflux de l'inflation.

Dans le sillage des publications canadiennes et australiennes, les taux américains sont remontés cette semaine, passant de 4,21 avant la publication des PMI vendredi dernier à 4,35 actuellement. Ce rebond s'explique pour deux tiers par la partie nominale, i.e. hors anticipations d'inflation, tandis que les taux réels ne progressent que de 1,96 à 2,01. Aux Etats-Unis, la dynamique de la désinflation semble se confirmer : le Core PCE US sur 1 et 12 mois sont très proches de la cible de la Fed et les salaires convergent vers le taux normatif des 3% à 3,5 %. Le renforcement du dollar contribue également à réduire l'inflation en renforçant le pouvoir d'achat des biens importés. D'après la 2ème révision des chiffres de croissance du premier trimestre, la consommation, principal moteur de la croissance américaine, s'est montrée moins résiliente qu'en première lecture. Les signes de faiblesses des consommateurs devraient se poursuivre au deuxième trimestre, l'environnement de taux élevés rendant de plus en plus compliqué le recours à l'emprunt pour payer leurs achats. Les déclarations de Daly et Goolsbee vont dans le sens d'une attention particulière au « mandat duel » pointant le risque de voir le taux de chômage progresser encore.

Dans un environnement où le ralentissement économique prend peu à peu la place de l'inflation dans les préoccupations des investisseurs, les taux retrouvent progressivement de l'attrait dans les portefeuilles diversifiés. C'est particulièrement vrai en Europe où l'expérience française du mois de juin a montré que le marché obligataire constitue un instrument de couverture à privilégier face au risque politique. La BCE devrait poursuivre son cycle de baisse des taux : Olli Rehn, gouverneur de banque centrale finlandaise, réputé plus conservateur que ses homologues, penche aussi pour les deux baisses de taux de la BCE. Dans ce contexte, nous renforçons nos expositions obligataires. Nous restons en revanche toujours à l'écart de la dette française qui nous paraît toujours chère relativement aux pays européens selon notre modèle de score interne prenant en compte des critères financiers comme extra-financiers (ESG). En effet, l'état de ses finances publiques justifie une notation A contre AA actuellement. Un système politique stable et un coût de financement faible étaient jusqu'ici considérés comme des atouts par les

agences. Les agences de notations sont également en attente d'une réduction du déficit de 20 milliards d'euros sur 2025 comme promis par l'actuel gouvernement. Même en cas d'une majorité relative centriste ou d'aucune majorité, aucun programme n'étant vraiment compatible avec cet objectif, le resserrement de spread OAT-Bund à 10 ans nous semble limité à un retour vers 60bp, sans oublier le risque d'élections rapprochées d'ici un an faute de majorité stable. A l'inverse, la mise en place d'un gouvernement RN ou NFP enclencherait un écartement plus net vers 100bp de spread. Une nette accalmie pourrait certes se produire par la suite mais probablement qu'après la négociation budgétaire avec l'UE à l'automne, propice à soutenir la volatilité alors que le RN prévoit de couper 2 milliards de contribution au budget européen dès l'été et que le NFP refuse de se plier aux règles budgétaires. Nous demeurons donc prudents sur la dette souveraine française que nous sous-pondérons dans l'attente d'un meilleur point d'entrée.

Sur les actions, nous maintenons notre biais neutre dans l'attente de meilleurs points d'achat : la période en amont de la saison de résultats est généralement source de volatilité, propice à des avertissements sur résultats de la part des entreprises tandis qu'elles doivent mettre sur pause leur programme de rachat d'actions.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens affichent cette semaine une performance dans le rouge, à l'exception des Pays-Bas et de l'Allemagne. La performance la plus faible de la semaine est sans surprise celle du CAC 40, confirmant que le flou politique constitue un frein à court terme.

On note une baisse des secteurs de l'immobilier et des services aux collectivités dans le Stoxx Europe 600. A l'inverse, l'indice est soutenu par des secteurs comme la santé, le tourisme ou encore l'énergie, cette dernière bénéficiant d'un Brent désormais stabilisé depuis plusieurs séances autour de 85\$/baril.

Notons également une baisse du secteur automobile européen cette semaine malgré une surperformance lundi alors que l'UE et la Chine ont amorcé un premier rapprochement le week-end dernier concernant le sujet épineux des droits de douane sur les véhicules électriques. L'objectif affiché est de trouver un accord rapidement afin d'empêcher la mise en place de droits de douane additionnels, voire de rétropédaler sur certaines mesures déjà annoncées.

Dans le secteur du retail, nous avons eu les résultats du deuxième trimestre de H&M et une pré-clôture avec Adidas. **H&M** a déçu en affichant des bénéfices en deçà des attentes pour le trimestre, une activité en cours moins dynamique, et a réduit ses prévisions de marge. L'entreprise a donc été sanctionnée en bourse cette semaine (-14,34%). Les sondages auprès des consommateurs en début d'année suggéraient que le redressement de la marque ne montrait que de modestes signes de gain de popularité auprès des clients, et cela semble se concrétiser. Le titre se négocie actuellement sur un PE CY24 de 19x. **Adidas**, en revanche, bénéficie d'une forte dynamique de marque. Le groupe a mis en évidence de nombreuses initiatives et lancements de produits qui contribuent à alimenter son élan. Cela d'autant plus que sa concurrence serrée est quelque peu en difficulté. L'Euro 2024, la Copa America et les Jeux Olympiques seront un moyen pour le groupe de montrer ses progrès. Ce dernier devrait connaître une croissance des ventes à deux chiffres et commencer à afficher un levier d'exploitation au cours du second semestre.

En Espagne, **CritèresCaixa** prend 10% du capital de **Telefonica** après avoir acquis un bloc d'actions de 4,91% pour augmenter sa position précédente d'environ 5%. En début de semaine, il a été confirmé que **Saudi Telecom Group (STC)** en détient également 9,99%. Cela pourrait marquer la fin des tendances à l'achat à court terme pour les actions TEF car ses 3 grands actionnaires ont maintenant atteint les 10% de participation qu'ils avaient

publiquement ciblés. Toutes ces différentes prises de participation ont soutenu le cours de l'action au cours des six derniers mois.

Enfin, **Nokia** fait beaucoup de bruit cette semaine. La société a conclu un accord de vente de ses activités de réseaux sous-marins avec l'Etat français. Cette cession de **NSN** pour une valeur d'entreprise de 350 millions d'euros prend en compte le fait que Nokia conservera une participation de 20% et une représentation au conseil d'administration. Dans le même temps Nokia a annoncé le rachat de la société californienne **Infinera** pour 2,3 milliards de dollars. L'offre qui vise de racheter le fabricant d'équipements de réseaux optiques place l'entreprise finlandaise sur la bonne voie pour profiter des milliards de dollars d'investissements qui se déversent sur les centres de données pour répondre à l'essor de l'intelligence artificielle.

ACTIONS AMÉRICAINES

Nouvelle semaine de légère hausse pour les marchés américains. Le Nasdaq100 et le S&P500 s'apprécient tous deux de près de +0,5%. On note que le Russell 2000 affiche une performance supérieure aux deux indices, à +0,81%. Cela témoigne d'un élargissement de la performance du marché, qui profite notamment aux small caps.

En terme de publications de résultats, **Fedex** a vu son cours atteindre un nouveau plus haut de 2024, en raison des estimations de bénéfices pour 2025 situées dans la partie haute des attentes. Ces résultats ont bénéficié à **Amazon**, qui atteint les 2.000 milliards de dollars de capitalisation boursière pour la première fois de son histoire. De son côté, le géant de la mode **Nike** voit son cours baisser très fortement du fait de la publication de résultats trimestriels plus faibles que prévu, en raison notamment d'une baisse des ventes physiques et en ligne, malgré des ventes en hausse sur la partie wholesale.

Quelques nouvelles positives de partenariat sont parues au cours de la semaine au sein de la thématique de la transition énergétique. Le fabricant de voitures électriques **Rivian** a annoncé un partenariat avec **Volkswagen**, qui contribuera à hauteur de 5 milliards de dollars, afin d'assurer le financement du jeune fabricant. Cette alliance permettra au géant allemand de rattraper son retard en matière de logiciels notamment. Le fabricant de batteries lithium-ion **Enovix** a aussi vu son cours grimper, suite à l'annonce d'un partenariat avec un géant californien du métaverse (non nommé), afin de fabriquer les batteries présentes dans les casques de réalité virtuelle.

En terme de M&A, **Whirlpool** fait l'objet de rumeurs d'acquisition de la part de **Bosch**, suite à un article paru sur Reuters.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a perdu 0,37% en USD cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). L'Inde, le Brésil et la Corée ont également surperformé, avec des progressions respectivement de 1,85%, 0,97%, et 0,77%. Taïwan, la Chine, le Mexique ont en revanche cédé 2,01%, 1,90% et 0,99%, respectivement.

En **Chine**, les bénéfices du secteur industriel ont augmenté de 0,7% en mai en glissement annuel, contre +4,0% en avril. Les autorités ont approuvé 104 jeux vidéo supplémentaires développés par des acteurs nationaux en juin, une nouvelle décision positive pour le secteur. Pékin est devenue la dernière grande ville (Tier 1) à réduire les arrhes et les taux des crédits immobiliers applicables aux acheteurs de logement afin de soutenir le marché de l'immobilier. Les autorités chinoises et européennes ont décidé d'entamer des discussions sur le projet de l'UE d'imposer des droits de douane sur les véhicules électriques importés de

Chine. Le troisième plénum, un événement majeur pour la politique monétaire et les réformes, se tiendra du 15 au 18 juillet. Les livraisons d'iPhone en Chine ont augmenté de 40% en mai, soit moins que lors du mois précédent, malgré les rabais importants consentis par les principaux distributeurs lors des semaines ayant précédé le festival du shopping en ligne organisée en juin. Amazon prévoit de lancer un service de livraison de produits à prix cassés pour lutter contre la concurrence croissante de **Temu** (PDD) et de **Shein**.

En **Corée**, la production industrielle a augmenté de 3,5%, alors que le consensus tablait sur 3,1%, mais a ralenti par rapport à l'expansion de 6,2% en avril. La confiance des consommateurs a atteint 100,9 en juin, contre 98,4 en mai. **Samsung Electronics** pourrait augmenter les prix des mémoires DRAM pour serveurs et des NAND pour entreprises de 15 à 20% au troisième trimestre.

A **Taïwan**, la production industrielle a augmenté de 16,06% en glissement annuel au mois de mai, un niveau supérieur aux attentes (8,50%). La confiance des consommateurs a augmenté en juin pour le deuxième mois consécutif, atteignant 72,69.

En **Inde**, l'excédent des comptes courants de janvier à mars s'est élevé à 5,7 milliards de dollars, contre 4,5 milliards attendus. JPMorgan a commencé à intégrer les titres de dette publique indienne à son indice de référence dédié aux obligations des marchés émergents. **Zepto** a levé 665 millions de dollars, pour une valorisation de 3,6 milliards de dollars. **Amara Raja Energy** a annoncé une collaboration dans le domaine technologique avec **Gotion-InoBat-Batteries**. **Bharti Airtel** et **Reliance Jio** vont augmenter les prix de certains forfaits mobiles à partir du mois prochain, après sept tours d'enchères pour le spectre 5G en Inde, d'une valeur de 12 milliards de dollars.

Au **Brésil**, l'IPCA-15 pour juin a augmenté de 4,06% en glissement annuel contre +4,11% attendus, mais l'inflation sous-jacente des services reste supérieure aux attentes. **Sabesp**, la plus grande société de distribution d'eau d'Amérique latine, a lancé une offre de placement d'actions pour un montant de 3 milliards de dollars. **Suzano** a décidé d'abandonner le processus d'acquisition d'**International Paper**.

Au **Mexique**, la banque centrale a maintenu son taux directeur à 11%. Le taux de chômage est ressorti à 2,68% au mois de mai, un niveau conforme aux estimations. **Grupo Carso** a officialisé l'acquisition de 100% du capital social de **Petrobal**.

En **Argentine**, le gouvernement a supprimé les limites de prix pour les services de téléphonie, d'Internet et de télévision par câble.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Une semaine plus calme sur le marché du crédit, une fois le choc de la dissolution de l'Assemblée Nationale française digéré. Le différentiel entre les 10 ans français et allemands a trouvé un point d'ancrage entre 75 et 80pb et l'indice Crossover s'est stabilisé autour de 325pb dans l'attente de plus d'informations.

Calme plat également sur le crédit cash, l'Investment Grade générant un rendement légèrement négatif pour la semaine à -0,04% quand le High Yield a performé de 0,06%. Du côté des financières, les CoCo € ont généré un rendement de 0,25% sur la semaine. Le contexte n'a ainsi pas empêché la banque **Commerzbank** d'émettre 750m€ de CoCo avec un

coupon de 7,875% grâce à un abondant carnet d'ordre de 7 milliards d'euros. L'offre sur le marché primaire High Yield est restée abondante avec le retour de **CMA CGM, Softbank Group** et **Ceconomy AG**. A noter également que **Picard** a conclu le refinancement de l'ensemble sa dette securisée avec une nouvelle émission 1,2 milliard d'euros de maturités 2029.

Achévé de rédiger le 28/06/2024

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