



FLASH MARCHÉS : UNE DISSOLUTION A RISQUE

- *La semaine a été marquée par les répercussions des élections européennes en France.*
- *De fait, le spread des OAT versus Bund à 10 ans s'est certes considérablement écarté de 26bp sur la semaine tout en mettant de côté pour le moment un scénario très pessimiste.*
- *Dans ce contexte difficile pour l'Europe, nous avons modifié nos allocations géographiques en diminuant l'Europe tant sur les actions que sur le crédit pour favoriser les autres zones, et en particulier les Etats-Unis pour le crédit.*

La semaine été marquée par les répercussions des élections européennes en France. Le résultat au niveau européen, bien qu'accompagné d'un renforcement des partis d'extrême droite, ne remet pas en question la majorité pro-européenne de l'assemblée ; le nouvel équilibre des forces pourrait néanmoins diminuer la portée des politiques environnementales européennes. Cependant, la décision inattendue de dissolution de l'Assemblée Nationale par M. Macron, avec un scrutin rapproché le 30 juin et le 7 juillet a pris de court les marchés.

Ce pari risqué, misant sur la désorganisation des oppositions, ouvre une période d'incertitudes. Même si le scénario central, surtout après la mise en place de la coalition des partis de gauche, semble être celui d'une majorité relative pour le RN, la dynamique actuelle du parti d'extrême droite pourrait lui donner une majorité absolue. Un Parlement sans majorité ne peut être exclu, nécessitant le recours à une personnalité hors partis pour diriger un gouvernement technocratique comme on a pu l'observer en Italie. Le marché compte également sur la possibilité d'amendements notables au programme du RN notamment sur les mesures les plus coûteuses, comme cela a pu être le cas avec le gouvernement de Giorgia Meloni en Italie. Des déclarations du RN vont d'ailleurs dans ce sens : l'abrogation de la réforme des retraites étant reportée sine die, le temps de traiter les urgences a annoncé M. Bardella par exemple.

De fait, le spread des OAT versus Bund à 10 ans s'est certes notablement écarté de 26bp sur la semaine tout en mettant de côté pour le moment un scénario très pessimiste. Ce mouvement d'écartement a été suivi par l'ensemble des pays européens, d'une dizaine de points de base pour les pays les plus solides à une vingtaine pour certains pays périphériques et pour la dette de l'UE, en raison de la volonté de remise en question par le RN des montants payés par la France pour le budget européen, mais aussi face à la nette progression de l'extrême droite en Allemagne. Ceci ouvre la voie à des discussions potentiellement complexes entre les trois principaux pays européens. D'un côté, l'extrême droite française et italienne souhaitent toutes deux ne plus contribuer au budget européen, de l'autre, l'extrême droite allemande veut éviter que l'Allemagne ne doive compenser en y contribuant davantage. Cette dernière, récemment exclue de son groupe au Parlement Européen, met tout en œuvre pour atteindre son objectif, illustrant ainsi le dilemme auquel ces partis sont confrontés sur la scène européenne. Les autres actifs risqués ont également souffert avec un écartement de 28bp sur le marché du crédit High Yield, et des baisses marquées sur les marchés actions européens et en premier lieu sur le marché français, en

contraste avec des actions américaines en hausse. Un mouvement de « flight to quality » a soutenu les taux allemands et américains avec des baisses de 24bp et 23bp sur les maturités à 10 ans, laissant le rendement absolu quasiment stable sur la dette française au final.

Ce mouvement des taux est également lié à la publication de données rassurantes sur l'inflation aux Etats-Unis, qui est restée stable en mai contre une hausse de +0,1% attendue et de +0,3% en avril (soit un CPI à 3,4% annuels au lieu des 3,6% attendus). On note également une composante sous-jacente à +0,2% contre +0,3% attendus, et révisée à la baisse pour avril. Cette diminution s'explique par le très surveillé secteur des services hors logement qui vient contrebalancer les inquiétudes inflationnistes liées à un marché de l'emploi toujours vigoureux. De fait, le marché a maintenu ses attentes de deux baisses de taux par la Fed d'ici la fin de l'année, alors que la réunion de cette dernière a publié un ajustement de ses prévisions de taux (Dots) à une seule baisse de 25bp en 2024 avec un décalage sur 2025 et 5 baisses sur ces deux années au lieu des six prévues précédemment.

Côté européen, le risque d'escalade dans la guerre commerciale suite à l'annonce de la taxation supplémentaire de 17 à 38% des véhicules électriques importés par l'UE, comme les plans de dépenses supplémentaires envisageables en France, mais aussi en réflexion pour 11 milliards en Allemagne ne plaident pas pour une modération de l'inflation et une accélération des baisses de la BCE, dont les membres demeurent ainsi très prudents dans leurs déclarations.

Dans ce contexte difficile pour l'Europe, nous avons notablement modifié nos allocations géographiques en diminuant l'Europe tant sur les actions que sur le crédit pour favoriser les autres zones, et en particulier les Etats-Unis pour le crédit. Ceci tout en maintenant notre surpondération globale sur les marchés actions et notre positionnement tactiquement plus neutre sur les taux.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens affichent cette semaine une performance dans le rouge après les résultats des élections européennes qui ont fait l'effet d'une onde de choc. Les banques **Crédit Agricole**, **BNP Paribas** et **Société Générale** ont été malmenées, tout comme les entreprises de concessions autoroutières **Eiffage** et **Vinci**. Le CAC 40 a effacé une grande partie de sa hausse annuelle en l'espace de quelques jours avec des titres comme **Edenred** et **Thales** qui perdent plus de 10% sur la semaine. La réaction des cours a été proche de celle observée lors des élections de 2017, avec des spreads à des niveaux comparables et les actions ont continué de se replier jusqu'à la fin de semaine, même si la baisse des taux consécutive aux données d'inflation favorablement orientées aux Etats-Unis aura offert du répit. L'impact est le plus important sur les banques, les infrastructures et les transports, mais aussi les moyennes capitalisations et les actions exposées à la France.

On pourra noter les nombreuses introductions en bourse récentes, comme **Golden Goose** qui sera la plus grosse IPO pour Milan depuis **Lottomatica SpA** en mai 2023. Le fabricant de baskets de luxe cherche à lever 550 millions d'euros qui seront utilisés pour rembourser sa dette. La société italienne rejoint le géant du rachat **CVC Capital Partners** et le groupe de beauté **Puig**, montrant la tendance favorable sur les projets de cotation en Europe cette année, stimulés par le niveau élevé du marché boursier. En France, notons aussi l'entrée en bourse de **Exosens**, société spécialisée dans les technologies avancées d'amplification, de détection et d'imagerie dans les domaines de la défense, des sciences de la vie, du nucléaire

et du contrôle industriel. Le groupe avait échappé de justesse à l'Américain **Teledyne** en 2021 après l'opposition du gouvernement en raison de l'intérêt stratégique de l'entreprise.

La Commission européenne a de son côté annoncé des droits de douane additionnels sur les véhicules électriques chinois. La Chine a menacé de représailles contre l'agriculture, l'aviation ou les voitures thermiques à gros moteurs. Toute mesure de représailles pourrait particulièrement nuire aux constructeurs allemands, notamment **Volkswagen, Mercedes-Benz** et **BMW**, mais aussi aux producteurs de cognac typiquement comme Rémy Cointreau.

De son côté l'Etat propose seulement 700 millions d'euros pour les activités stratégiques **d'Atos** pour l'acquisition potentielle de **BDS**. Cette offre porte sur une valeur d'entreprise dans le bas de fourchette des indications du 29 avril. Par ailleurs, la société confirme son objectif de parvenir à un accord définitif de restructuration financière avec le consortium **OnePoint** et ses créanciers financiers d'ici juillet 2024. Dans un contexte où la société court après le cash, l'Etat ne fait pas de cadeaux à **Atos** et à ses futurs repreneurs.

ACTIONS AMÉRICAINES

Nouvelle semaine de hausse sur les marchés américains, notamment grâce à des chiffres de l'inflation en-dessous des attentes : le Nasdaq100 grimpe ainsi de 3% devant le S&P500 à 1,6%, tandis que le Russell 2000 reste inchangé sur la période, malgré une forte volatilité au cours des derniers jours.

Le phénomène de concentration de la performance sur un nombre restreint de valeurs est à son plus haut depuis 2023 ; les indices Nasdaq et S&P500 Equal-Weighted sont en-dessous de leur point haut de mars, malgré les nouveaux plus hauts quotidiens de leurs équivalents librement pondérés.

Ce rallye a été majoritairement soutenu par **Apple** : le géant de la téléphonie retrouve sa place de première entreprise mondiale en terme de capitalisation boursière, grâce à son partenariat avec OpenAI : ChatGPT sera directement intégré dans les prochains iPhone. **Broadcom**, le fabricant de semi-conducteurs, a également contribué à cette hausse : l'action a bondi de 15% après sa publication de résultats et l'annonce d'un stock split 10-1. La cohorte semi, **Nvidia** inclus, a donc nettement grimpé sur la période.

Oracle a également publié ses résultats : la décélération de son activité SAAS est compensée par l'essor de l'activité GenAI aux yeux des investisseurs, notamment grâce à l'annonce de partenariats (avec OpenAI entre autre).

Au sein de l'automobile, **General Motors** continue son bon parcours en bourse : l'OEM le plus performant de l'année annonce un programme de rachat d'actions supplémentaire de 6 milliards de dollars, après avoir utilisé 10 milliards de dollars sur les 6 derniers mois.

Concernant l'activité corporate, **DiamondOffshore** a reçu une offre d'achat de **Noble** pour 1,6 milliard de dollars. Malgré une faible prime, l'essor de l'activité M&A dans le secteur de l'offshore démontre l'attractivité de ce segment, dans l'ensemble peu détenu par les investisseurs, malgré son attractivité financière, et la forte consolidation en son sein.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 0,37% en USD cette semaine (à la clôture des marchés jeudi).

Taïwan a surperformé (+3,16%) grâce à la dynamique solide imprimée par le secteur de l'IA, avec notamment la tenue de la conférence mondiale des développeurs (WWDC) et les prévisions optimistes de **HPE**, **Oracle** et **Broadcom**. La **Corée** et **l'Inde** ont aussi gagné du terrain, avec des hausses de 0,98% et 0,95%. La **Chine**, le **Mexique** et le **Brésil** ont en revanche cédé 0,64%, 2,84% et 3,36% respectivement.

En **Chine**, les exportations ont augmenté de 7,6% en glissement annuel en dollars en mai, un niveau supérieur aux attentes du consensus. L'IPC a augmenté de 0,3% en glissement annuel, soit moins que les 0,4% prévus, et est resté inchangé par rapport à avril. L'IPP s'est contracté de 1,4% en glissement annuel, alors le consensus tablait sur une baisse de 1,5%, ce qui constitue une embellie continue après la baisse de 2,5% déjà enregistrée en avril. A l'occasion des vacances du Festival des bateaux-dragons, 110 millions de voyages touristiques ont été enregistrés, soit une croissance de 6,3% en glissement annuel, avec une augmentation des dépenses de 8,1% en glissement annuel. Neuf ministères, dont celui du Commerce, ont publié un document plaidant en faveur d'une expansion des exportations transfrontalières du commerce électronique et faisant la promotion de la construction d'entrepôts à l'étranger. L'UE a annoncé une augmentation des droits de douane de 17,4% à 38,1% sur les véhicules électriques chinois. La **Turquie** a également augmenté de 40% ses droits de douane sur toutes les importations de véhicules en provenance de **Chine**. **Wuxi Biologics** a rebondi cette semaine, car les sociétés biotechnologiques chinoises pourraient être exclues de la loi américaine de défense nationale (NDAA) pour l'exercice 2025. Cette semaine, les marques d'alcool blanc, comme Moutai, ont pâti des pressions en matière de déstockage et des perturbations des systèmes de promotion mis en place sur les canaux de vente en ligne au deuxième trimestre, qui est une saison basse.

À **Taïwan**, les exportations ont augmenté en mai de 3,5% en glissement annuel par rapport aux attentes de 9,8% et les importations ont crû de 0,6% en glissement annuel contre +4,5% anticipés. La banque centrale a augmenté le capital de réserve des banques pour la première fois depuis septembre 2022, afin de freiner la flambée des prix de l'immobilier.

En **Corée**, le taux de chômage s'est établi à 2,4% au mois de mai, un niveau conforme aux estimations. Le **Kazakhstan** a signé des protocoles d'accord visant à renforcer la coopération dans les domaines des minéraux essentiels et de la production d'électricité.

Samsung a annoncé son intention de produire en masse ses processeurs gravés en 3 nanomètres de deuxième génération au second semestre 2024.

En **Inde**, Narendra Modi a dévoilé la composition de son nouveau gouvernement, la plupart des grands ministères restant inchangés et revenant à des membres du BJP. L'inflation globale est retombée à 4,7% en glissement annuel en mai, son plus bas niveau depuis un an, contre 4,8% en glissement annuel en avril, et la croissance de l'inflation sous-jacente s'est établie à 3,1% en glissement annuel, son plus bas niveau historique. La production industrielle a augmenté de 5% en glissement annuel en avril, alors que le consensus tablait sur une hausse de 4,5%. Le gouvernement a décidé de passer de 20 à 30 millions le nombre de logements ruraux et urbains qui seront financés dans le cadre de son Programme de Maisons pour les Citoyens de l'Inde (Pradhan Mantri Awas Yojana - PMAY). **Havells** a annoncé un partenariat stratégique avec le groupe **Jumbo**, basé aux Émirats arabes unis, dans le domaine des appareils de cuisine. **HCL** a renforcé sa collaboration avec **Deutsche Apotheker**, la plus grande banque primaire coopérative **d'Allemagne**.

Au **Brésil**, l'IPC du mois de mai a augmenté de 3,93% en glissement annuel, contre une hausse attendue de 3,88%. Les ventes de détail pour le mois de mai ont progressé de 2,9% en glissement annuel, alors que le consensus tablait sur 3,9 %. Les raffineries privées se montrent critiques face à la suppression des crédits d'impôt et estiment l'impact économique à 750 millions de dollars.

Au **Mexique**, l'IPC a crû de 4,82% en glissement annuel en mai, contre une hausse attendue de 4,69%. La production industrielle a augmenté de 5,1% en glissement annuel au mois d'avril, un niveau supérieur aux attentes (4,2%). La réforme judiciaire devrait être promulguée en septembre.

En **Argentine**, le Sénat a approuvé la loi fondamentale proposée par le gouvernement.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

Après la baisse tant attendue des taux et le regain de confiance des investisseurs, les électeurs français ont décidé de donner quelques sueurs froides au marché, en plaçant le rassemblement national largement en tête des suffrages européens. La dissolution de l'assemblée nationale décidée par le Président français a par ailleurs entraîné une reprise de volatilité des taux français ; et des obligations juniors bancaires tricolores qui ont perdu de 1 à 1,5 point pour les Coco en début de semaine (regagnés par la suite). Le spread entre le taux 10 ans allemand et français stable aux alentours de 50bp depuis le début de l'année est passé à 75bp, niveau le plus haut depuis 2017, mettant en lumière l'inquiétude autour de la situation politique française. Dans le même temps, les données macroéconomiques aux Etats-Unis semblent confirmer un ralentissement (PPI largement en dessous des attentes, demandes d'emploi en hausse...) et corroborer la baisse des taux attendue de la FED avec a minima une baisse d'ici la fin de l'année. Au cours de la semaine, le taux 10 ans US a perdu près de 20bp passant de 4,43% à 4,24%, et le taux 10 ans allemand s'est établi à 2,43% (18bp de mieux que vendredi dernier)

La résurgence de la volatilité sur le crédit s'est surtout répercutée sur les banques françaises en début de semaine. La tendance s'est inversée mercredi et jeudi, mais les primes des coco euro se sont tout de même élargies de 30bp sur la semaine passant de 436bp à 465bp. Sur l'indice crossover, très largement utilisé en couverture par les différents intervenants de marché, même son de cloche avec près de 25bp d'écartement de 288 à 311bp le vendredi matin. Concernant les obligations cash de bonne qualité (IG), les primes moyennes restent solides et résilientes avec 3-4bp d'écartement et se situent à 110bp, mais elles sont un peu plus volatiles sur le haut rendement à 330bp soit plus larges d'une vingtaine de points de base sur la semaine. Le rendement global à 3,9% sur les bonnes notations et 6,50% sur le haut rendement reste vecteur de flux sur la classe d'actifs.

Logiquement le primaire était très calme dans ce contexte avec néanmoins quelques deals comme **We Build 2029**, **K+S 2029**, mais dans l'ensemble les émetteurs ont été plutôt attentistes.

Du 6 au 13 juin, soutenu par la baisse des taux, le segment Investment Grade gagne 0,14% et s'inscrit à 0,42% depuis le début de l'année. A noter cependant que les primes ont joué un véritable effet amortisseur sur le segment Investment Grade sur l'année car les taux seuls (indice souverain) en comparaison perdent près de 1,9% YTD. Pénalisé par l'écartement des primes, le haut rendement perd 0,03% et progresse de 3,1% depuis le début de l'année.

CONVERTIBLES

Le marché des obligations convertibles affiche une performance négative sur la semaine.

En Europe, les résultats des élections européennes ont créé des incertitudes qui ont pesé sur la performance des actifs risqués, les obligations européennes ont baissé et se sont désestabilisées d'environ 50bp. Comme attendu par le marché, la société italienne de fabricant de câbles **Prysmian** a annoncé le remboursement anticipé de son obligation convertible de 750 millions d'euros qui arrive à l'échéance 2026. Dans le même temps, la société a déclaré le lancement d'un programme de rachat d'actions d'une valeur maximale de 375 millions d'euros.

Aux Etats-Unis, les derniers chiffres sur l'inflation ont permis au secteur des technologies de rebondir à l'instar de **Datadog** qui a progressé de 5% ainsi que les sous-jacents sensibles aux taux comme **Zillow Group** qui gagne plus de 10% sur la semaine.

Après une forte activité au cours des précédentes semaines, nous avons eu une seule émission primaire cette semaine de **Microstrategy** pour 500 millions de dollars à maturité 2032. Ce financement est utilisé pour racheter les obligations convertibles 2025.

Achevé de rédiger le 14/06/2024

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