



FLASH MARCHÉS : UN MIX CROISSANCE/ INFLATION EN DETERIORATION ?

- *La publication des PMI cette semaine confirme le ralentissement manufacturier en cours mais un redressement à attendre de la conjoncture dans les mois à venir, tiré par les services.*
- *Du fait de l'attentisme de la FED, des pressions se font sentir sur les devises des banques centrales plus accommodantes, à commencer par le Yen.*
- *Dans ce contexte de vigueur des chiffres micro et macro, le risque inflationniste continue de peser sur marché obligataire.*

La publication des PMI cette semaine confirme le ralentissement manufacturier en cours mais un redressement à attendre de la conjoncture dans les mois à venir, tiré par les services.

Aux Etats-Unis, le PIB du 1^{er} trimestre n'a progressé que de 1,6% en données annualisées, avec un indice déflateur PCE cœur trop vigoureux pour espérer voir la Fed réduire ses taux à court terme. Moins de croissance et trop d'inflation ? En regardant ces chiffres de plus près, la demande domestique semble encore très vigoureuse mais la détérioration du déficit commercial et les stocks ont contribué négativement. Quant aux chiffres d'inflation, ils confirment que la désinflation qui a cours depuis un an, principalement tirée par la baisse des prix des biens et de l'énergie, peine à montrer des progrès supplémentaires depuis le début de l'année.

Les inscriptions hebdomadaires au chômage témoignent aussi de la résilience du marché de l'emploi. Ces chiffres ne sont pas de nature à encourager la FED à des baisses de taux, ni rapides, ni nombreuses. Le marché table désormais sur une première baisse des taux après les élections et révisé à la baisse le nombre de baisse des taux à attendre en 2025. Néanmoins, un pas plus accommodant pourrait être fait via le bilan de la FED : la fin du quantitative tightening sera un des points d'attention du FOMC de la semaine prochaine.

Du fait de l'attentisme de la FED, des pressions se font sentir sur les devises des banques centrales plus accommodantes, à commencer par le Yen. Pour autant, la Banque du Japon n'a pas cédé et a maintenu ses taux inchangés. Des interventions du Trésor japonais se font plus pressantes pour soutenir la devise.

Dans cet environnement macro-économique de nature à peser sur les actifs risqués, la saison de publication de résultats a été un facteur de soutien, en particulier aux Etats-Unis. En moyenne, les entreprises américaines ont publié des résultats 6,8% au-dessus des attentes, contre 2,1% en Europe. Si les attentes des analystes sont très élevées pour les plus grandes capitalisations exposées à l'intelligence artificielle, ce n'est pas le cas sur le reste de la cote.

Dans ce contexte de vigueur des chiffres micro et macro, le risque inflationniste continue de peser sur le marché obligataire. Un rebond des actifs risqués nécessitant une stabilisation des taux réels, nous maintenons notre biais neutre pour le moment.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens ont marqué une forte hausse cette semaine alors que la saison de résultat bat son plein. Dans ce contexte, les PMI de la zone euro sont ressortis en hausse plus rapide qu'attendue pour le mois d'avril, le composite s'établissant à 51,4 contre 50,7 attendu, après 50,3 pour le mois de mars. On notera cependant une divergence entre la composante des services (en nette progression) et du manufacturier (en contraction).

Les valeurs technologiques étaient à l'honneur cette semaine. Le secteur des semi-conducteurs a été porté par une très bonne publication du néerlandais **ASM International**, qui a rassuré quant à la dynamique du secteur et a fait état d'une forte croissance de son carnet de commandes. Le groupe en a profité pour annoncer des perspectives plus optimistes qu'attendues pour 2024.

Le reste du secteur technologique a été relativement volatil : dans les logiciels, l'allemand **SAP** a publié des résultats au-dessus des attentes, ce qui n'est pas le cas du français **Dassault Systèmes** dont la division « santé » décroît au premier trimestre et la génération de trésorerie ressort plus faible qu'attendue. Un autre français dans le domaine des centres de données cette fois, **OVHcloud**, a réduit ses objectifs de croissance pour 2024 face à une demande atone en Europe. D'autre part, suite au rapport de vente à découvert d'Hindenburg, l'éditeur de logiciel **Temenos** a publié des résultats pour son premier trimestre sous les attentes et a annoncé l'arrivée d'un nouveau CEO. Cette annonce faisait par ailleurs partie d'une des observations d'Hindenburg.

Le brasseur **Heineken** a surpris positivement les marchés en publiant des ventes supérieures aux attentes, aidées par un effet volume très favorable et par la bonne tenue de la consommation. Cela n'a cependant pas suffi pour que le groupe relève ses objectifs annuels.

Dans le luxe, pas le droit à l'erreur : les attentes sont élevées pour cette saison de résultats. Ainsi, les résultats encourageants d'**Hermès** et **Moncler** n'ont pas suffi à satisfaire un marché exigeant, même avec une dynamique toujours positive du marché chinois.

Signal négatif pour le marché du travail en Europe : le néerlandais **Randstad** a publié une chute de ses bénéfices dans un contexte où la confiance sur le marché du travail reste affaiblie. L'ascensoriste finlandais **Kone** a publié des résultats au-dessus des attentes dans ses principaux marchés à l'exception de la Chine, confirmant la morosité sur le marché immobilier chinois.

Enfin, le marché des introductions en bourse continue sur sa lancée dynamique depuis le début d'année : après l'éditeur de logiciel **Planisware** la semaine dernière, cette semaine c'est le fonds de private equity CVC qui se lance en bourse pour une capitalisation estimée entre 13 et 15 milliards d'euros.

ACTIONS AMÉRICAINES

Retour au vert sur les marchés : les indices effacent une grande partie du mouvement de baisse entamé ces dernières semaines. Le Nasdaq 100 est en hausse de 1,7%, devant le S&P500 à 1,5%. Cette semaine est l'une des plus chargées du trimestre en terme de publications de résultats ; un tiers des entreprises du S&P500 reportent sur cette période. La volatilité est dirigée par les publications des Big Tech.

Les résultats de **Google**, qui initie un dividende pour la première fois, sont bien au-dessus des attentes, notamment via une croissance plus forte de l'activité sur **Youtube** et

Search. De même pour ceux de **Microsoft**, qui affiche notamment une croissance de 31% sur **Azure**.

Les résultats de **Meta** avaient déçu les investisseurs en raison de perspectives moins encourageantes, particulièrement à cause des dépenses en CAPEX plus fortes que prévues, malgré de bons chiffres sur la publicité pour le premier trimestre. Ces publications ont confirmé que le cycle d'investissement en équipement IA est toujours d'actualité, de manière plus forte que prévue.

Au sein de l'énergie, les résultats de **SLB** confirment la bonne tenue de l'activité : les revenus croissent de 13% sur l'année, tandis que les marges sont en hausse pour le 13ème trimestre consécutif. Le fournisseur d'énergie **NextEra** déçoit en terme de revenus mais voit croître ses bénéfices par action de 8% sur l'année ; la forte demande en énergie renouvelable rassure, alors que les concurrents peinent sur cette activité en raison de délais.

Le constructeur de maison individuelle **Pulte** publie à nouveau de très bons résultats, qui ont bénéficié de la reprise de la demande immobilière au premier trimestre après un ralentissement au quatrième trimestre. Le cycle immobilier demeure aux Etats-Unis, alimenté par le déficit structurel de logements.

Au sein de l'aciérie, le cours de bourse de **Cliff** a connu sa plus forte baisse quotidienne depuis plus de 3 ans, en raison de résultats au-dessous des attentes sur le premier trimestre, ainsi que concernant les prévisions pour le deuxième trimestre. Les volumes sont plus faibles que prévus. Au final, 79% des entreprises du S&P500 ont dépassé leurs attentes en termes de bénéfice, signe que l'activité économique ne faiblit pas. Les secteurs de la communication et des utilities présentent les meilleurs résultats, à l'inverse des commodities et de la consommation discrétionnaire.

En termes d'activité corporate, l'IPO attendue de **Rubrick**, la solution de « back up as a service » soutenue par **Microsoft** a été finalisée jeudi pour une valorisation de 5,6 milliards d'euros.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a gagné 2,46% cette semaine (à la clôture des marchés jeudi). La **Chine** a donné le « la » sur les marchés émergents, avec une hausse de 5,71%. **L'Inde**, **Taiwan** et la **Corée** ont également progressé, de 2,41%, 1,60%, et 1,40% respectivement. Le **Brésil** a fini la période sur un gain 0,66%.

En **Chine**, la **CSRC** a annoncé de nouvelles mesures visant à stimuler la liquidité des marchés, à attirer les investisseurs internationaux et à améliorer la compétitivité du marché chinois. La banque centrale chinoise a laissé le taux LPR inchangé en avril. Les coûts d'emprunt des véhicules de financement des collectivités locales sont retombés à un plus bas, grâce au soutien plus marqué que prévu du gouvernement central. Les autorités ont donné leur feu vert à l'introduction en bourse aux États-Unis de la startup de conduite autonome **Pony.ai**, ce qui laisse présager une augmentation des cotations de sociétés technologiques chinoises à New York, après une interruption de plus de deux ans. Le secrétaire d'État américain Antony Blinken s'est rendu en **Chine** afin de consolider les relations des deux pays. Le Congrès américain a adopté le projet de loi concernant **TikTok**, baptisé « *Ban or Divest* », dans le cadre d'un vaste plan d'aide militaire, promulgué par Joe Biden. Les bénéfices de la compagnie d'assurances **Ping An** ont chuté au premier trimestre en raison de l'impact de la baisse des marchés actions et des rendements obligataires sur les performances de ses

investissements. **Tecent** a annoncé son intention de coopérer avec **Toyota** dans les domaines de l'informatique dématérialisée, des modèles d'IA et du big data.

À **Taïwan**, les commandes à l'exportation de mars ont augmenté de 1,2% en glissement annuel, un niveau inférieur aux prévisions (+4,0%). La production de semi-conducteurs a augmenté de 18,9% en glissement annuel en mars, tandis que la production industrielle globale a crû de 3,99%, soit moins que les 7,25% prévus.

En **Corée**, la croissance du PIB au 1er trimestre est ressortie à 3,4%, un niveau supérieur aux estimations (2,5%). Les exportations sur les 20 premiers jours du mois d'avril ont augmenté de 11,1% en glissement annuel. **Hyundai Motors** a annoncé des chiffres trimestriels solides et l'entreprise estime que la demande d'automobiles résiste bien sur ses marchés stratégiques, tout en prévoyant de nouveaux ajustements dans sa gamme de véhicules. **SK Hynix** a annoncé d'excellents résultats pour le premier trimestre 2024, grâce à l'explosion de la demande de mémoires flash SSD à haute densité et à la visibilité accrue des commandes de mémoires à bande passante élevée (HBM) en 2025.

En **Inde**, les recettes fiscales nettes lors de l'exercice 2024 ont augmenté de 17,7% en glissement annuel et ont été légèrement supérieures aux estimations révisées. Le Programme d'incitation liée à la production (PLI) dédié au stockage sur batteries ACC (à cellules chimiques avancées) a procédé à l'adjudication d'une capacité de 10 Gwh. Le gouvernement a reçu sept offres. **HDFC** a publié des résultats mitigés, avec une marge nette d'intérêt stable et un ratio LCR (liquidité à court terme) plus élevé que prévu, grâce à une accélération de la croissance des dépôts, compensée par une croissance quasi-nulle des prêts. **Axis Bank** a annoncé un trimestre solide, notamment une augmentation des marges et une baisse du ratio prêt/dépôts. **Reliance** a fait état de résultats trimestriels en ligne avec les attentes, alors que la tendance baissière des dépenses d'investissement se poursuit dans le secteur des télécommunications. **HUL** a annoncé une croissance atone de son chiffre d'affaires et s'attend à une reprise très modérée à court terme. **Ultratech** a annoncé son intention d'acheter une unité de broyage de 1,1 million de tonnes à **India Cement**.

Au **Brésil**, le conseil d'administration de **Petrobras** a approuvé la distribution de 50% des réserves de capital sous forme de dividendes extraordinaires, avec la possibilité de distribuer le solde à une date ultérieure. **Vale** a annoncé des résultats inférieurs aux attentes, malgré les niveaux de production élevés de ses principales mines.

Au **Mexique**, **Alsea** a publié des résultats moins bons que prévu, en raison de la croissance atone des chiffres d'affaires de ses filiales européennes. **Gentera** a publié des résultats de bonne facture, grâce à la croissance de plus de 30% des prêts au **Mexique**, à la qualité de ses actifs et à la stabilité de la marge nette d'intérêt. Enfin, **Traxion** a annoncé une croissance de 15% de son chiffre d'affaires, mais ses marges ont déçu. Toujours sur le thème de la relocalisation, **Vesta** a fait état de revenus locatifs en hausse de 19%, avec des taux d'occupation en progression et une croissance de 30% de la surface louable brute pour ses bâtiments en construction.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

L'inflation américaine a surpris à la hausse cette semaine avec un PCE cœur à 3,7% contre 3,4% attendu, ravivant les craintes de taux « *higher for longer* ». Par ailleurs même si le PIB américain sort légèrement en dessous des attentes, sa composante consommation interne reste très vigoureuse. Dans le sillage de ces chiffres, les taux sont repartis à la hausse, le 10 ans prenant 10bp sur la semaine à 4,71%, son plus haut de l'année. Les taux euro ne sont pas en reste avec un mouvement similaire sur le *Bund* à 2,61 (+11bp sur la semaine). Dans ce contexte le marché continue de repousser le timing des baisses de taux pour la FED dont la première coupe probabilisée à 100% est désormais en novembre. Côté BCE, le marché continue de pronostiquer une action en juin.

A contrario, le crédit se porte bien avec des primes stables sur les signatures de bonne qualité à 112bp, et un resserrement significatif des primes sur le haut rendement à 355bp soit près de -10bp sur la semaine. Les flux acheteurs sur la classe d'actifs obligataire soulignent toujours l'appétit pour le rendement global du crédit.

La semaine a d'ailleurs connu un bon nombre d'émissions tant sur le corporate que sur les financières avec notamment **Goodman** (BBB+) à 4,25% à échéance 2030, **Mahle** (BB) à 6,5% à maturité 2031, AIB à 7,125% en AT1, **Eurobank** (BB) à 4,87% à échéance 2031 et **Bank of Cyprus** (BB) à 5% à maturité 2028 en Senior Preferred, et **Achmea** (BBB) à 5,625% en Tier 2.

Du 19 au 25 avril, pénalisé par les taux, le segment Investment Grade perd 0,24% et reste négatif depuis le début de l'année à -0,60%. A noter cependant que les primes auront tout de même joué un véritable effet amortisseur sur le segment Investment Grade sur l'année car les taux seuls (indice souverain) en comparaison perdent près de 2,5% YTD. Plus court en sensibilité et porté par la bonne tenue des primes le haut rendement s'inscrit dans le vert à +0,12% et demeure solide en termes de performances à +1,49% depuis le début de l'année.

Avec des taux en hausse les rendements sur l'obligataire continuent d'offrir des points d'entrée très intéressants sur le moyen long terme dans des optiques de portage avec une classe d'actifs Investment Grade à 4% et un marché du haut rendement à 6,8%.

CONVERTIBLES

Semaine très active sur le marché des obligations convertibles, avec notamment la poursuite de la saison des résultats et de nouvelles émissions. Cette semaine est l'une des plus chargées de la saison de publication des résultats du premier trimestre et, dans l'ensemble, les annonces ont été meilleures que prévues. Les prévisions ont été largement neutres, avec relativement moins de révisions à la hausse ou à la baisse que d'habitude, car les entreprises anticipent une amélioration des perspectives de la demande et un rebond des bénéfices dans le courant de l'année.

Concernant les émetteurs d'obligations convertibles européens, **BE Semi-conductor** a pâti de prises de commandes trimestrielles et de prévisions inférieures aux attentes. Quant à l'action de **STM**, elle a d'abord cédé du terrain avant que la tendance ne s'inverse à la faveur d'un rebond potentiel de la demande des constructeurs automobiles en fin d'année. Les résultats de **Cellnex** ont été positifs à plusieurs égards : les tendances du premier trimestre se sont révélées supérieures aux prévisions annuelles et à moyen terme, et le processus de vente de ses actifs en Autriche est bien avancé. Le chiffre d'affaires de **Schneider Electric** a légèrement dépassé les attentes du consensus et le groupe a réaffirmé ses prévisions

annuelles. La direction a souligné que son carnet de commandes avait augmenté au cours du trimestre, confirmant la vigueur persistante de la demande et confortant les prévisions de croissance annuelle du chiffre d'affaires. Remy Cointreau, également sur le radar des investisseurs en raison des inquiétudes récentes concernant le secteur du luxe, a annoncé des résultats meilleurs qu'attendu pour le quatrième trimestre, grâce à une embellie des résultats en Chine, mais a fait état d'un possible ralentissement aux États-Unis. **Safran** a enregistré des résultats solides grâce à une croissance supérieure à 10% de son chiffre d'affaires dans toutes ses divisions.

En Asie, les obligations convertibles **Vinhomes** 3% ont été payées après l'exercice de remboursement anticipé par les investisseurs.

Le marché primaire a été très actif, avec trois nouvelles opérations : en Corée, **Kakao**, société de services Internet et de médias, a émis pour 212 millions de dollars d'obligations convertibles à cinq ans ; au Japon, **Resonac** a émis pour 100 milliards de yens de titres convertibles à échéance 2028, et **Goldman Sachs** a lancé une nouvelle émission synthétique échangeable en titres **d'Alibaba**.

Achevé de rédiger le 26/04/2024

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