



FLASH MARCHÉS : LE REcul DE L'INFLATION SE CONFIRME

- *Aux États-Unis, les chiffres de l'emploi du mois de mars ont démontré la résilience du marché du travail, tandis que la publication des chiffres sur l'inflation, en net ralentissement, valident la transmission du resserrement monétaire à l'économie.*
- *En Chine, la banque centrale continue de renforcer son soutien à l'activité alors que l'inflation recule encore.*
- *Nous maintenons notre préférence pour les actions chinoises, dans une allocation actions toujours globalement prudente. Concernant les taux, nous restons neutres sur la durée.*

Aux États-Unis, les chiffres de l'emploi du mois de mars ont démontré la résilience du marché du travail, tandis que la publication des chiffres sur l'inflation, en net ralentissement, valident la transmission du resserrement monétaire à l'économie.

La résistance du marché du travail n'est donc pas encore compatible avec la normalisation souhaitée par la Fed. Elle reste bien supérieure à ce qui est nécessaire pour absorber l'accroissement naturel de la population. Avec un taux de participation en hausse, le taux de chômage baisse à 3.5% et les salaires ralentissent modestement. L'inflation poursuit quant à elle lentement son chemin vers la désinflation, notamment au mois de mars grâce aux composantes immobilier, logistique et énergie.

Du côté du secteur bancaire, les vives tensions dues aux faillites de SVB et Signature Bank s'apaisent lentement. Selon la Fed, le recours par les banques américaines aux mesures de liquidités exceptionnelles a diminué de 10 milliards de dollars (à 332 MM\$), tandis que les tirages sur le nouveau Bank Term Funding Program ont augmenté de 15 milliards de dollars, sur fond de ralentissement des retraits des dépôts bancaires. Les petites banques commerciales ont même réussi à collecter des dépôts nets.

A la lecture des Minutes de la Fed du 22 mars, le stress bancaire et le potentiel risque systémique sur l'économie restaient encore prégnants. L'inflation demeure cependant la priorité de la Fed.

En Chine, la banque centrale continue de renforcer son soutien à l'activité alors que l'inflation recule encore. A +0.7% en glissement annuel en mars, l'activité témoigne d'une demande qui reprend progressivement, dans un contexte où les prix à la production baissent. La politique monétaire devrait donc être encore assouplie, d'autant que le pays reste confronté à un environnement géopolitique incertain en raison du regain de tensions avec les États-Unis sur Taïwan.

Par ailleurs, le commerce extérieur rebondit nettement avec des exportations en dollar à +14.8% et des importations en recul de 1.4%. L'amélioration des chaînes d'approvisionnement du fait de la réouverture de l'économie et un regain des exportations de biens technologiques à valeur ajoutée (véhicules électriques et panneaux solaires) expliquent principalement ce rebond. Cependant, le moteur de la croissance devrait rester centré sur la demande domestique des ménages grâce au stock d'épargne accumulé pendant les

périodes de restriction sanitaire. La demande mondiale devrait, quant à elle, rester modeste dans la perspective d'une récession aux États-Unis.

Nous maintenons notre préférence pour les actions chinoises, dans une allocation actions toujours globalement prudente, en raison d'un risque de contraction du crédit aux États-Unis et d'une récession induite. Concernant les taux, nous restons neutres sur la duration avec une préférence pour les taux américains.

ACTIONS EUROPÉENNES

Les marchés européens ressortent en très nette hausse au cours de la semaine. Ils ont été portés par les premières publications de résultats dans le secteur du luxe, les bons chiffres de l'emploi et de l'inflation aux États-Unis mais également par l'inflation chinoise qui ressort plus faible qu'anticipé, incitant certains investisseurs à tabler sur un soutien additionnel à l'activité de la part de Pékin.

Plus globalement, les investisseurs intègrent la résilience persistante de l'économie mondiale ainsi que les nouveaux indicateurs rassurants du système bancaire. Toutefois, on peut noter qu'au 1^{er} trimestre 2023, l'investissement en immobilier d'entreprise en France a poursuivi, sans surprise, sa décrue. Selon CBRE, un groupe de conseil en immobilier d'entreprise, les volumes investis en France depuis le 1^{er} janvier ressortent en baisse marquée de -35% sur un an (vs. -49% au 4^{ème} trimestre 2022) et -39% par rapport à la moyenne quinquennale. C'est le plus faible montant investi au 1^{er} trimestre depuis 2014, témoignage de l'effet conjoint de la hausse des taux et de l'émergence du télétravail.

Du côté des sociétés, la semaine a été marquée par les bonnes premières publications de résultats de **LVMH** et **Hermès** avec une croissance respective de 17% et 22%, en ayant un même dynamisme sur l'ensemble des zones géographiques. Cela témoigne de la capacité de cette industrie à maintenir une forte croissance en faisant abstraction d'un environnement économique a priori moins porteur. En ce qui concerne la consommation de base, **Tesco** et **Carrefour** ont également publié des résultats rassurants en misant sur une relative stabilité des marges et une diminution mesurée de la demande malgré les récentes hausses de prix pour faire face à l'inflation (Carrefour annonce une baisse de 2% des volumes en France contre une inflation alimentaire à plus de 15%). Concernant le secteur des semi-conducteurs, **Soitec** a profité du week-end pascal pour confirmer ses objectifs 2022/23, mais avertir sur ses résultats 2023/24 et ses objectifs moyen-terme (2025/26). Enfin, dans le secteur de l'automobile, **BMW** se montre confiant malgré une baisse des volumes au 1^{er} trimestre 2023 avec une légère croissance aux États-Unis annulée par la baisse en Europe et en Chine. Le constructeur précise que les chiffres sont toujours pénalisés par les pénuries concernant certaines pièces mais que cela devrait se normaliser au cours de l'année.

ACTIONS AMÉRICAINES

Les indices américains sont dans le vert au cours de la semaine. Les marchés ont salué la publication d'un indice des prix à la production en net recul (+2.7% sur un an en mars après +4.6% sur un an en février, et avec sa plus forte baisse en base mensuelle en l'espace de trois ans), ainsi que la remontée des inscriptions au chômage, augurant d'une fin prochaine du cycle de remontée des taux de la Fed.

Les Minutes de la Fed montrent que les membres du comité des gouverneurs ont décidé à l'unanimité de relever les taux de 25 points de base le mois dernier et qu'ils « restent

hautement attentifs sur les risques d'inflation et ce malgré les récents développements sur le secteur bancaire » validant implicitement la perspective d'une hausse de 25 points de base lors de la prochaine réunion de la Fed, le 3 mai, ce qui est désormais la vue consensuelle du marché.

Les membres du Comité des gouverneurs ont également estimé que les récentes difficultés du secteur bancaire pourraient mener à une légère récession aux États-Unis. Le montant des prêts émis par les banques américaines s'est contracté de 105 milliards de dollars au cours des deux dernières semaines de mars, atteignant le niveau le plus élevé jamais enregistré par la Fed depuis 1973.

Du côté des entreprises, **Micron**, le fabricant de puces mémoires, progressait de 8% suite à l'annonce de la baisse de la production de puces de son concurrent coréen **Samsung Electronics**. Le laboratoire **Moderna** reculait de 3.1% après avoir indiqué que son vaccin à ARN messager contre la grippe n'affichait pas le succès escompté. Le groupe aurifère **Newmont Mining** relève son offre sur le groupe minier australien **Newcrest Mining** à 19.5 milliards de dollars contre 17 milliards de dollars initialement au mois de février. **Boeing** reculait de 5% suite à l'annonce de la nouvelle suspension de la fabrication du 737 Max en raison de difficultés dans l'une de ses usines d'assemblage. L'attention va désormais se porter sur la saison de publications de résultats, en particulier ceux de **BlackRock**, **Wells Fargo**, **JP Morgan**, **Citigroup** et **UnitedHealth**.

ACTIONS JAPONAISES

Le Nikkei 225 et le TOPIX se sont inscrits en hausse de 1.24% et 1.21% sur la période. Les places boursières japonaises se sont repliées dans un premier temps sur fond de craintes d'un éventuel ralentissement de l'économie mondiale et d'appréciation du yen en raison de la faiblesse plus importante que prévu des indicateurs économiques américains. Toutefois, elles ont fortement rebondi suite à la publication de chiffres sur l'emploi supérieurs aux attentes aux États-Unis, à la confirmation du maintien d'une politique monétaire accommodante par le nouveau gouverneur de la Banque du Japon (BoJ) Kazuo Ueda et au repli consécutif du yen.

Le secteur du transport maritime a progressé de 5.58%, les investisseurs ayant apprécié le niveau attractif des valorisations ainsi que le taux élevé de distribution de dividendes. Celui du commerce de gros a gagné 4.54% dans le sillage des entreprises de commerce général, alors que Warren Buffet a révélé que sa société d'investissement Berkshire Hathaway avait acheté des actions de ces entreprises et devrait y investir davantage à l'avenir. Le secteur de l'assurance s'est inscrit en hausse de 3.23% sur fond de redressement des taux d'intérêt à long terme, ce qui devrait profiter aux investissements des compagnies d'assurance.

À l'inverse, les équipements de transport ont cédé 0.88% en raison de la faiblesse du yen. Le secteur du transport aérien a reculé de 0.61%, pénalisé par les prises de bénéfices des investisseurs après la hausse des cours boursiers soutenue par la demande touristique. Les produits du pétrole et du charbon se sont repliés de 0.21%, alors que l'augmentation du prix du pétrole brut, causé par la décision de l'OPEP+ de réduire la production de pétrole, a incité les investisseurs à prendre des bénéfices suite à la forte hausse des cours boursiers.

Marubeni Corp et **Sumitomo Corp**, deux sociétés de commerce général, ont gagné 8.99% et 6.04% respectivement, à la faveur des déclarations de Warren Buffet. **Oriental Land Co., Ltd.**, un exploitant de parcs Disneyland au Japon, a progressé de 6.88% après que son titre a été ajouté à l'indice Nikkei 225.

En revanche, **Z Holdings Corp.**, un fournisseur de plateforme Internet, et **Fujitsu Ltd.**, un fournisseur de systèmes de technologies de l'information et de la communication, ont chuté de 2.44% et 1.98%, en raison de la vente généralisée des valeurs technologiques. **Suzuki Motor Corp** a cédé 2.22% suite à la hausse du yen.

Sur le marché des changes, la paire USD/JPY s'est appréciée, passant d'un peu plus de 131 yens pour un dollar à 133,50 yens à la faveur de la solidité des indicateurs économiques et des chiffres sur l'emploi aux États-Unis. Toutefois, en fin de période, elle a cédé du terrain pour clôturer à 132,50 yens, l'inflation totale américaine s'inscrivant en deçà des attentes. Lundi, le nouveau gouverneur de la BoJ Kazuo Ueda a tenu sa première conférence de presse au cours de laquelle il a confirmé qu'il ne changerait pas rapidement le cadre de politique monétaire accommodante, notamment le programme de contrôle de la courbe des taux.

MARCHÉS EMERGENTS

L'indice MSCI EM a progressé de 0.86% au cours de la semaine (cours de jeudi à la clôture) dans le sillage du Brésil, du Chili et de la Corée du Sud qui ont gagné 7.97%, 4.64% et 3.33% respectivement, alors que l'Inde et le Mexique se sont également inscrits en hausse de 1.28% et 2.05%. En revanche, la Chine et Taïwan ont reculé de 0.62% et 1.36%.

En **Chine**, les autorités ont officiellement levé les dernières restrictions prévues par la politique « zéro Covid » du pays, le port du masque n'étant désormais plus obligatoire dans les transports en commun, sur les lieux de travail et dans les écoles. En mars, l'indice des prix à la consommation (IPC) a ralenti à +0.7%, contre des prévisions de +1.1% et un niveau de +1% en février, et l'IPC sous-jacent s'est inscrit en deçà de 1% pour le 12e mois consécutif. Les nouveaux prêts en yuans ont augmenté à un rythme plus rapide que prévu en mars à 3 890 milliards de yuans – contre des estimations de 3 300 milliards et un niveau de 1 810 milliards en février –, dépassant ainsi le volume enregistré en mars 2022 de 3 130 milliards de yuans, à la faveur de la solidité de la demande de crédit des entreprises et des ménages. Les exportations et les importations se sont établies au-delà des attentes du marché en mars, à 14.8% et -1.4% sur un an respectivement, contre des prévisions de -7% et -6.4%. Par ailleurs, la devise locale chinoise, le yuan, s'est appréciée pour s'établir à un plus haut sur trois semaines face à la faiblesse du dollar américain, à la faveur d'afflux de capital onshore conséquents de la part des investisseurs étrangers.

Les autorités chinoises prévoient d'exiger un examen de sécurité pour les services d'intelligence artificielle génératifs. **Sunny Optical** a rendu compte d'une baisse de 36% sur un an de ses expéditions au premier trimestre, bien que ses volumes de phares pour véhicules continuent d'afficher une solide croissance (23% sur un an en mars et 28% au premier trimestre), du fait de la demande croissante de caméras dans les voitures.

En **Corée du Sud**, **LG Energy Solution** a officiellement décidé d'inclure le crédit à la production de technologies de pointe en vertu de la loi américaine sur la réduction de l'inflation à son résultat opérationnel pour le premier trimestre 2023. **Samsung** a réduit sa production de puces mémoire de manière significative, en complément de la baisse du chargement des tranches compte tenu de l'optimisation de la ligne de production et du fonctionnement de l'ingénierie.

À **Taïwan**, les exportations ont ralenti à -19.1% sur un an en mars, contre -17.1% précédemment. Les exportations de produits électroniques (y compris les semi-conducteurs) se sont légèrement améliorées à -14.6%, contre -17.8% auparavant.

En **Inde**, les exportations de téléphones mobiles ont doublé entre 2022 et 2023, à 11,12 milliards de dollars américains, le fabricant d'iPhone Apple représentant environ la moitié de l'ensemble des exportations. L'inflation a augmenté de 5.7% en rythme annualisé en mars, soit en deçà des 6.4% enregistrés en février et de la fourchette supérieure de la zone de confort de la banque centrale. Le secteur de l'aviation intérieure continue de connaître une reprise, avec une hausse de 60% du nombre de passagers, de 852 000 en 2022 à 1 360 000. **TCS** a rendu compte de ses résultats du quatrième trimestre, avec un chiffre d'affaires et une marge d'EBIT légèrement inférieurs aux attentes, en raison d'un ralentissement macroéconomique mondial et de dépenses ponctuelles relatives au recrutement. **Infosys** a publié des résultats globalement inférieurs aux prévisions, du fait de l'impact ponctuel de l'annulation de projets et de certains problèmes spécifiques à des clients.

Au **Brésil**, le taux de l'inflation IPCA s'est inscrit à 0.71%, soit en deçà des estimations (0.77%) et du niveau affiché en février (0.81%). Le gouvernement a soumis son nouveau cadre budgétaire au Congrès pour que celui-ci soit approuvé. Le principal débat porte sur l'abandon des avantages fiscaux pour augmenter les recettes fiscales. **Hapvida** a mené à bien son émission d'actions.

Au **Chili**, **Santander** Chile a rendu compte de ses résultats préliminaires pour le premier trimestre 2023, faisant part d'une nouvelle amélioration des tendances, à la faveur de la baisse des provisions et de la hausse des commissions.

Au **Mexique**, **ANTAD** (Association nationale des chaînes de supermarchés et des détaillants en libre-service) a fait part d'un nouveau ralentissement de ses ventes à périmètre comparable en mars 2023 à 4%, soit une baisse de 2.8% en valeur réelle.

En ce qui concerne la relocalisation des chaînes d'approvisionnement, le producteur chinois de batteries **SVOLT** a fait part d'un plan d'expansion majeur en Europe, avec la construction d'au moins cinq nouvelles usines de batteries sur le Vieux Continent pour une capacité de production totale de 50 GWh.

DETTES D'ENTREPRISES

CRÉDIT

La semaine écoulée se caractérise par un certain calme sur les marchés obligataires privés. Les primes de crédit se sont plutôt bien comportées avec un resserrement de 450 points de base à 430 points de base sur l'indice Crossover, tendance également confirmée sur les obligations cash avec des primes s'établissant à 470 points de base. Les obligations de l'Investment Grade connaissent également une légère amélioration avec des primes à 160 points de base soit 10 points de base mieux orientées au cours de la semaine. Le taux 5 ans allemand prend environ 25 points de base à 2.40%, illustrant une fois de plus la corrélation négative retrouvée entre taux et prime de crédit, amortisseur de mauvaises nouvelles et grand supporter du portage.

Dans ce contexte, les obligations privées Investment Grade réalisent une performance négative de 0.6% légèrement pénalisées par les taux. La performance depuis le début de l'année reste positive à 1.76%. Le marché obligataire du High Yield est positif au cours de la semaine à 0.24%, soit 3.01% depuis le début de l'année. A ce jour, le rendement actuariel des marchés obligataires Investment Grade s'établit à 4.2% et 7.4% pour le marché obligataire du High Yield, ce qui reste de très bons points d'entrée en terme de portage.

Aucune nouvelle émission sur le marché des obligations du High Yield avec l'entrée en « black out period » en raison des publications de résultats trimestriels à venir.

Sur le front de la dette financière, après la forte normalisation fin mars, les primes de crédit sur les Cocos Euro se sont stabilisées à des niveaux de 1050 points de base, des points de valorisation historiquement élevés (la moyenne à 5 ans étant de 570 points de base). À noter, **Generali** a émis avec succès une obligation Tier 2 pour un montant de 500 millions d'euros jeudi 13 avril avec un coupon de 5.4%.

CONVERTIBLES

Semaine encourageante pour les obligations convertibles internationales. En Europe, les performances ont été impulsées par le secteur de la consommation. Les solides résultats de **LVMH** ont dopé les valeurs de la consommation, notamment celles qui sont davantage axées sur la Chine comme **Kering**. **Volvo** a également enregistré d'excellentes performances après la publication d'un communiqué positif suggérant que les pressions sur l'offre et les coûts qui pesaient sur l'entreprise depuis quelques trimestres ont atteint leur point culminant, laissant présager des bénéfices plus élevés que prévu cette année.

En Chine, le secteur de l'immobilier se redresse quelque peu. **Country Garden** a fait état d'un bénéfice de base en baisse, conformément à son avertissement sur résultats, mais a fait état d'une accélération des livraisons, d'une progression supplémentaire de la rentabilité et d'une tendance à la baisse de l'endettement.

Le marché primaire s'est montré actif aux États-Unis, avec une nouvelle émission : **Mirum Pharmaceuticals**, qui propose des thérapies pour le traitement des maladies cholestatiques du foie, a émis des obligations convertibles de premier rang à 4% d'un montant total principal de 275 millions USD à échéance 2029.

Achevé de rédiger le 14 avril 2023

GLOSSAIRE

- Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- La dette senior bénéficie de garanties spécifiques. Son remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.
- La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- Tier 2 / Tier 3 : segment de la dette subordonnée.
- La duration correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (intérêt et capital).
- Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
- Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.
- Markit publie l'indice Main iTraxx (125 principales valeurs européennes), le HiVol (30 valeurs à haute volatilité), et le Xover (CrossOver, 40 valeurs liquides et spéculatives), ainsi que des indices pour l'Asie et le Pacifique.
- EBITDA est l'acronyme de Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (en français : résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement). Il mesure donc la création de richesse avant toute charge calculée. Il trouve son équivalent français en l'EBE (Excédent brut d'exploitation).
- Le terme "Quantitative Easing" désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- Un « stress test » est une technique destinée à évaluer la résistance d'institutions financières.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d'une dette.

AVERTISSEMENT

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